

إعداد  
د. عمرو محيى الدين

# أزمة النُّمُور الآسيويّة

الجدور والآليات  
والدّروس المُستفادة

دار الشروق

أزمة  
النمو الآسيوية

الطبعة الأولى

١٤٢١هـ - ٢٠٠٠م

جميع حقوق الطبع محفوظة

© دار الشروق

أسسها محمد المصطفى عام ١٩٦٨

القاهرة: ٨ شارع سيدي بويه المصري -

رابعة العدوية - مدينة نصر

ص.ب: ٣٣ البانوراما - تليفون: ٤٠٢٣٣٩٩

فاكس: ٤٠٣٧٥٦٧ (٢٠٢)

البريد الإلكتروني: email: dar@shorouk.com



## **الإهداء**

إلى أمي . . التي غرست فيّ هواية القراءة وعلمتني حب العلم . .  
إلى روحها الطاهرة أهدي هذا الكتاب .



## المحتوى

مقدمة .....	١١
الفصل الأول : انفجار الأزمة ومراحل تطورها .....	١٧
أ- انفجار الأزمة .....	١٧
ب - البيئة العالمية المحيطة بنشوء الأزمة .....	٢٠
جـ- تسلسل أحداث الأزمة ومراحل تطورها .....	٢٧
هوامش الفصل الأول .....	٤٤
الفصل الثاني : أبعاد الأزمة .....	٤٥
الفصل الثالث : طبيعة الأزمة .....	٧١
١ - توقع الأزمة والتنبؤ بحدوثها .....	٧١
٢ - طبيعة الأزمة .....	٧٩
( أ ) أزمة سعر الصرف .....	٧٩
( ب ) أزمة سعر الصرف ( رؤية أخرى ) .....	٨٢
أولاً: الأزمة التي تحقق نفسها ذاتياً .....	٨٥
ثانياً: سلوك القطيع .....	٨٧
ثالثاً: العدوى .....	٨٨
( جـ ) الذعر المالي أو الأزمة المصرفية .....	٨٩
( د ) الأزمة المنظومية .....	٩٠
( هـ ) أزمة المخاطر المعنوية .....	٩١
( و ) أزمة انفجار الفقاعة .....	٩٣
( ز ) أزمة السيولة الدولية .....	٩٤
هوامش الفصل الثالث .....	٩٨

١٠١	الفصل الرابع : أسباب الأزمة : ١- الاختلالات الهيكلية
١٠٢	( أ ) الإنجازات
١٠٧	( أ-١ ) مصادر النمو
١٠٩	( ب ) الاختلالات
١١٠	( ب-١ ) اختلال توازن ميزان المدفوعات الجاري
١١٥	( ج ) الوجه الآخر لاختلال ميزان المدفوعات
١١٨	( د ) تمويل عجز ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية
١٢٤	( هـ ) عبء المديونية (الملاءة والسيولة)
١٢٩	هوامش الفصل الرابع
١٣١	الملحق الإحصائي للفصل الرابع
١٤٣	الفصل الخامس : أسباب الأزمة : ٢- رخاوة النظام المالي
١٤٣	( أ ) مقدمة
١٤٤	( ب ) هيكل النظام المالي
١٤٦	( ج ) الهيكل التمويلي لقطاع الأعمال
١٥٠	( د ) التحرير المالي
١٥٥	( هـ ) الإفراط في الإقراض والاقتراض
١٦٥	( و ) النتائج المترتبة على الإفراط في الإقراض
١٦٦	( و-١ ) الطاقة العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار
١٧١	( و-٢ ) مظاهر الضعف الهيكلي في النظام المصرفي
١٨٣	هوامش الفصل الخامس
١٨٦	الملحق الإحصائي للفصل الخامس
١٩٥	الفصل السادس : العوامل التي ساعدت على استفحال الأزمة
١٩٥	( أ ) مقدمة
١٩٥	( ب ) دور المؤسسات الدولية
١٩٩	( ج ) ردود فعل حكومات دول الأزمة
٢٠٢	( د ) اليابان والأزمة الآسيوية

٢٠٤.....	( هـ ) المضاربة
٢٠٩.....	( و ) إدارة السيولة الدولية
٢١٥ .....	هوامش الفصل السادس
٢١٧ .....	الملحق الإحصائي للفصل السادس
٢١٩ .....	الفصل السابع : عدوى الأزمة وآثارها
٢١٩ .....	( أ ) مقدمة
٢٢٠ .....	( ب ) آثار الأزمة في دول الأزمة
٢٢٧ .....	( جـ ) آثار الأزمة على بقية أجزاء العالم
٢٣٤.....	( د ) عدوى الأزمة الآسيوية
٢٤١ .....	( هـ ) قياس عدوى الأزمة
٢٤٨.....	( و ) أمثلة من حالات العدوى
٢٤٩.....	أولا : الأزمة المالية الروسية
٢٥٤ .....	ثانيا : الأزمة البرازيلية
٢٥٦ .....	هوامش الفصل السابع
٢٥٩ .....	الملحق الإحصائي للفصل السابع
٢٦٣.....	الفصل الثامن : قضايا مهمة أثارها الأزمة وبعض الدروس المستفادة
٢٦٣ .....	( أ ) سعر الصرف والإنتاج
٢٦٦ .....	( ب ) سعر الصرف والأسعار
٢٦٨ .....	( جـ ) الرقابة على حساب رأس المال
٢٧١ .....	( د ) نظام الإنذار المبكر
٢٧٤.....	( هـ ) صناديق التغطية الاستثمارية
٢٨٢ .....	( و ) شح الائتمان
٢٨٥ .....	( ز ) الدروس المستفادة من الأزمة
٢٩٢.....	هوامش الفصل الثامن



## مقدمة

شهد عام ١٩٨٩ بدء خروج بعض دول أوروبا الاشتراكية عن الفلك السوفيتي واتجاهها نحو نظام اجتماعي واقتصادي جديد تسوده الملكية الفردية وتلعب فيه آلية السوق دورا فعالا في تخصيص الموارد ، وفي ٩ نوفمبر من ذات العام بدأ تداعي حائط برلين ، وفي ٣ ديسمبر ١٩٨٩ أعلن كل من جورج بوش وميخائيل جورباتشوف في قمة مالطة انتهاء الحرب الباردة ، وفي ٧ فبراير ١٩٩٠ تنازل الحزب الشيوعي السوفيتي عن سلطاته المطلقة ، وأعلن اندماج كل من ألمانيا الشرقية وألمانيا الغربية في كيان واحد في ٣ أكتوبر ١٩٩٠ ، وتمت تصفية الاتحاد السوفيتي في ديسمبر ١٩٩١ حينما استقلت الجمهوريات السوفيتية ، وفي ٢٥ ديسمبر ١٩٩١ تم إنزال العلم السوفيتي من فوق قبة الكرملين ، ووقعت كل من روسيا والولايات المتحدة - في ٣ يناير ١٩٩٣ - اتفاق ستارت ٢ وهو أكبر اتفاق لنزع السلاح النووي . وتشير الأحداث السابقة إلى انتهاء الحرب الباردة واتجاه العالم نحو نظام سياسي واقتصادي عالمي جديد .

وهكذا أصبح انتصار الرأسمالية حتميا ، وهلل الجميع لتحقيق نبوءة فكوياما في كتابه «نهاية التاريخ» ، وبات الجميع مرتاحين إلى أن الرأسمالية المنتصرة قادرة على أن تحقق أحلام العالم في مجتمع يسوده الاستقرار الاقتصادي والطمانينة السياسية والرفاهية الاجتماعية . وأمست روشة فك قيود إجراءات النظام المالي وتحرير النظام الاقتصادي بما في ذلك هيكل الأسعار وخصخصة القطاع العام وصفة جاهزة لأمراض الدول النامية

وتمهيدا ضروريا ومرحلة انتقالية حتمية لانضمامها إلى النظام العالمي الجديد .

إلا أن الرأسمالية التي تأكد الجميع من انتصارها تبدو الآن وكأنها في حالة تراجع تام ، وتكفي نظرة سريعة على قلاع الرأسمالية حتى تتعزز هذه النتيجة . فها هي ذي النماذج الرأسمالية في دول شرق وجنوب شرق آسيا يترنح الواحد منها تلو الآخر ثم تتجه نحو الانهيار . وهذه هونج كونج إحدى مفاخر الرأسمالية تتدخل فيها الحكومة بإنفاق مبالغ هائلة - تقول بعض المصادر إنها وصلت إلى ١٤ مليار دولار - لشراء الأسهم وإنعاش سوقها الخامل . وتتوقف روسيا عن الوفاء بالتزاماتها المالية المحلية والدولية وتندهور عملتها وتنهار أسواقها المالية وتنتقل العدوى إلى أسواق المال في أوروبا الغربية وكل من أمريكا الشمالية والجنوبية بما ينطوي عليه ذلك من آثار سلبية على أدائها المالي والاقتصادي ، وتقوم حكومة اليابان بتخصيص ما مقداره ٥٠٠ بليون دولار أمريكي (٦٠ ترليون ين ياباني) من الأموال العامة لإنقاذ أكبر ١٩ بنكا يابانيا من عثرتها ، بل وتقوم بتأميم أحد أهم هذه البنوك المعروف باسم ( LTCB ) ، بل ويقترح عليها البعض القيام بتأميم الباقي خاصة وقد امتصت خسارة هذه البنوك أغلب حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطيات) ، وها هو ذا بنك الاحتياط الفيدرالي يتدخل لإنقاذ أحد أهم صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية فارضا على البنوك الأمريكية الكبيرة حصص مساهماتها في برنامج إنقاذ هذا الصندوق ( LTCM ) ، وقد قامت الحكومة الأمريكية سابقا عام ١٩٨٧ بتحمل أعباء إنقاذ بيوت أو بنوك الادخار والإقراض ( S&L ) من إفلاسها متحملة بذلك مقدار ١٣٧ مليار دولار من الأموال العامة .

ولقد بدأت الأزمة في دول جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية وتعمقت بها وانتشر غبارها إلى بقية الدول الآسيوية ثم إلى الاتحاد السوفيتي ودول أمريكا اللاتينية وأوروبا الغربية وأمريكا الشمالية بحيث تحولت إلى أزمة عالمية . ولقد خلقت هذه الأزمة عوامل تغذيتها الذاتية مما أدى إلى تعمقها وانتشارها ، كما فاجأت العالم وأخذت المؤسسات الدولية على غرة ، فلم يكن أحد يتوقعها أو مستعدا لها . ولم تعد الأزمة المالية مجرد أزمة مجموعة من الدول ولكنها تحولت إلى «أزمة نظام» على حد قول رئيس صندوق النقد الدولي ، أي أزمة النظام الرأسمالي العالمي كله وآلياته . ويبدو أن ظاهري عولمة النشاط

الإنتاجي وعولة النشاط المالي اللتين تمثلان أحد أهم سمات النظام الاقتصادي العالمي الجديد قد خلقتا في وقت انتشارهما آليات انتشار عدوى الأزمات . وكأن ثورة الاتصال التي ساعدت على ظاهرة العولة قد أدت إلى عولة عدوى الأزمات المالية التي تخلقها . ولم يقف الأمر عند هذا الحد ، ذلك أن المؤسسات الدولية لم يكن لديها الوسائل والأدوات لمواجهة هذه الأزمة ، وعجزت الصفات التقليدية عن التصدي لها ، بل أدت في بعض الأحيان إلى تعمقها . ولم تقف الأزمة عند حدود القطاع المالي والمؤشرات المالية ، ولكنها انتقلت إلى القطاع الحقيقي ، إلى قطاعات إنتاج السلع والخدمات ، ووضعت اقتصاديات الدول التي تولدت فيها الأزمة أو التي انتقلت إليها العدوى على مسار انكماش تزايدت حدته بمرور الوقت .

والمشكلة الأساسية أن هذه الأزمة قد حدثت في دول كان يشار إليها بالبنان بوصفها نموذجا تنمويا فريدا أطلق عليه تارة نموذج «النمور الناشئة» وأحيانا التجربة الآسيوية وأحيانا دول المعجزة ، فهل انهارت هذه التجربة وفشلت ؟ هل كنا نعيش في وهم خلقناه نحن بأنفسنا أو خلقتة لنا تقارير ودراسات المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي ؟ ما هي عوامل القوة ومواطن الضعف في هذه التجربة الآسيوية ؟ ما هي هذه الأزمة ؟ وكيف بدأت ولماذا استمرت ؟ ما هي أسبابها وجذورها ؟ هل هي أزمة من أزمات الصرف الأجنبي التقليدية ؟ أم إنها تتخطى هذا المفهوم الضيق بكثير ؟ هل هي أزمة مجموعة من الدول أم أزمة منظومية ؟ وما هو المقصود بأزمة منظومية ؟ هل تتعلق ببنية هذا النظام المالي وآلياته وأجهزته ؟ لماذا تعمقت هذه الأزمة وامتدت جغرافيا وزمنيا ؟ ما هي آليات العدوى التي أدت إلى انتشارها إقليميا وعالميا ؟ إلى أي مدى لعب التصرف المتهور لكل من المقرضين والمقترضين والمستثمرين - بناء على افتراض توافر تأمين ضد أنواع المخاطر المختلفة - دورا في إذكاء هذه الأزمة وتعمقها ، وهي تصرفات تدخل تحت عنوان «المخاطر المعنوية Moral Hazard» ؟ هل يمكن لهذه الدول أن تتخطى هذه الأزمة وهل لديها من العوامل ما يساعدها على ذلك ؟ هل هي قضية سياسات خاطئة يجب تغييرها ؟ أم هي عيوب كامنة في بنية هذه الاقتصاديات ؟ كيف تحولت لأزمة عالمية ؟ هل يمكن للعالم أن يتوقى الانحدار في غياهب انكماش عميق ؟ وكيف ؟ هذه أمثلة من بعض الأسئلة التي تطرحها هذه الأزمة ، ولا شك أن محاولة الإجابة عليها يمثل خطوة هامة نحو فهم

هذه الأزمة وأسبابها وعوامل انتشارها وكيفية مواجهتها ، وتوفير الظروف لمنع تكرارها .  
وفهم الأزمة المالية الآسيوية وأسبابها وآثارها هو الأساس لفهم الأزمة المالية العالمية ،  
ولا يمكن استيعاب الثانية دون دراسة متعمقة للأولى . ومن هنا كانت هذه المحاولة  
التي يمثلها هذا الكتاب لدراسة الأزمة المالية الآسيوية وآثارها في تولد الأزمة العالمية .  
وينطوي هذا الكتاب على دروس وعظات هامة للدول النامية ذات الأسواق الناشئة من  
حيث فهم واستيعاب أسباب الأزمة وجذورها وآليات عملها ونتائجها والسياسات  
التي تم اتخاذها لمواجهتها والأخطاء الفادحة التي ارتكبت في هذا الصدد ، وعلى سبيل  
المثال فالأزمة تؤكد أن صحة المؤشرات الأساسية للاقتصاد الحقيقي ليست بذاتها مانعا  
لحدوث الأزمة ، إذ انفجرت الأزمة بالرغم من ارتفاع أغلب هذه المؤشرات ، كما توضح  
الدراسة الدور الهام والمحوري الذي لعبه الجهاز المصرفي قبل الأزمة وبعد حدوثها ،  
وكيف ترتب عليه جفاف السيولة وشح الائتمان تعمق الأزمة بعد انفجارها .

وتتمثل نواة هذا الكتاب في مذكرة قمت بإعدادها للدائرة الاقتصادية لبنك الكويت  
الصناعي في أكتوبر ١٩٩٧ - بعد انفجار الأزمة في أوائل يوليو ١٩٩٧ - حول «ماذا  
حدث في شرق وجنوب شرق آسيا ؟» ، ثم ألقى محاضرة حول موضوع الأزمة المالية  
الآسيوية بدعوة من مركز بحوث التنمية بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة  
القاهرة - في نوفمبر ١٩٩٧ ، وفي فبراير ١٩٩٨ نظم مكتب «الخبراء المتحدون»  
(المصري) دورة تدريبية لمدة يوم واحد لبعض قيادات العمل المصرفي المصري قمت  
خلالها بإلقاء محاضرة حول الأزمة المالية الآسيوية والدروس المستفادة منها ، كما أجريت  
حوارا مثمرا خلال ذلك اليوم مع الإخوة المتدربين ، كما أعد المكتب الاستشاري المذكور  
دورة أخرى ولمدة يومين في لبنان في شهر أغسطس ١٩٩٨ حول الأزمة المالية الآسيوية  
وانعكاساتها لبعض قيادات العمل المصرفي العربي قمت بالإعداد لها . وخلال الفترة  
المنصرمة منذ المذكرة الأولى في أكتوبر ١٩٩٧ وحتى اليوم استجدت أحداث كثيرة ،  
فقد اتسعت الأزمة وتعمقت في كوريا الجنوبية خاصة مع نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام  
١٩٩٨ ، كما اتسع نطاقها وزادت حدتها في الدول التي نشأت فيها ، وهي تايلاند  
وماليزيا وأندونيسيا والفلبين ، كذلك شهدت نهايات عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ انتقال  
غبار الأزمة وآثارها الجانبية إلى مناطق أخرى كروسيا ودول أمريكا اللاتينية وبعض دول

أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية ، هذا بجانب اتساع قاعدة البيانات والمعلومات والدراسات حول هذا الموضوع ، وتعددت وجهات النظر لتفسير هذه الأزمة مما حدا بنا إلى إعادة دراسة وكتابة هذا الموضوع في ضوء الحقائق الجديدة والدروس المستفادة . ولا يعني ذلك أن الأفكار الأساسية الواردة في المذكرة الأولى قد تغيرت أو لم تعد صالحة في ضوء الحقائق والبيانات الجديدة ، بل على العكس من ذلك فقد أكدت هذه المفاهيم والأفكار وتدعمت .

وسوف نتناول في هذا الكتاب انفجار الأزمة وأبعادها فيما يتعلق بأسواق الصرف وأسواق رأس المال وسلوك المؤشرات الإجمالية في الدول التي نشأت فيها الأزمة ، ثم نحاول دراسة البيئة الدولية العامة المحيطة بنشوء الأزمة حتى يمكن تفهم هذه الأزمة وآلياتها والعوامل التي ربما تكون قد ساعدت عليها ، ومراحل تطور الأزمة أي تسلسل أحداثها تباعاً خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ . ونحاول من ذلك دراسة طبيعة هذه الأزمة والعوامل التي أدت إليها ، أي جذور هذه الأزمة ، أي العوامل المتعلقة بأساسيات الاقتصاد الكلي والسياسة الاقتصادية ، وتلك المتعلقة بنواحي الضعف الهيكلية للنظام المالي والمصرفي ، ثم نعرض بعد ذلك لدراسة العوامل المساعدة على توسع الأزمة وتعمقها . ولم تقتصر الأزمة المالية على الدول التي نشأت فيها ولكنها امتدت من خلال آثارها الجانبية وانتشار غبارها إلى أجزاء العالم المختلفة وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة . وبالتالي كان علينا دراسة آثار الأزمة الجانبية ومدى انتشار هذه الآثار على مناطق العالم المختلفة ، ومحاولة دراسة آليات انتقال العدوى ، أي الآليات التي انتقلت من خلال عدوى الأزمة إلى غير الدول التي نشأت فيها . وفي النهاية نتعرض إلى بعض القضايا الحيوية والمحورية التي أثارها هذه الأزمة على مستوى التحليل الاقتصادي ، وكذلك الدروس المستفادة من هذه الأزمة ، وهل من الممكن في ظل عالم اليوم منع تكرارها ؟

ولقد تلقيت في أثناء إعدادي لهذا الكتاب العديد من الخدمات ، أود أن أتقدم بوافر الشكر والتقدير لأصحابها ؛ فالسيد / قطب غلام - أمين مكتبة بنك الكويت الصناعي - غمرني بتدفق مستمر من الكتابات والدراسات والأبحاث في موضوع الأزمة الآسيوية لم استطع اللحاق به . وقد ساعدتني كل من السيدة / أمل القعود - المديرية المساعدة بالدائرة الاقتصادية ببنك الكويت الصناعي - والسيدة / رضاب الرومي - الباحثة

الأولى بالدائرة - في إعداد الرسوم البيانية الخاصة بأسعار صرف العملات بمؤشرات أسواق الأسهم في دول الأزمة وما عداها ، وكذلك الإشارة إلى بعض المراجع الهامة حول الموضوع . أما الآنسة/ نهيل أمين - الباحثة بالدائرة الاقتصادية - فقد شاركتني في إعداد المادة العلمية لهذا المؤلف ، وقامت بقراءة وتلخيص بعض المراجع الهامة ، كما استعنت بمذكرة أعدتها حول الأزمة الروسية ، وعلى الرغم من ذلك فتظل مسئولية الأفكار والآراء الواردة في هذا الكتاب هي مسئوليتي وحدي . وقد استعنت في هذا المضمار بالمراجعة اللغوية للأخ العزيز الأستاذ/ محمد شمس الدين عبد الحافظ ، فشكرا له على تخصيص بعضاً من وقته لهذا الغرض . كما قامت الآنسة/ صفية البخاري - سكرتيري الخاصة - بكتابة أصول هذا الكتاب وساعدتها في ذلك السيدة/ بتول عواضة السكرتيرة بالدائرة ، فشكرا خالصا لهما .

وأود أن أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى السيد/ صالح اليوسف - رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لبنك الكويت الصناعي - على تشجيعه وحفزه المستمر من أجل إصدار هذا الكتاب .

وأخيرا وليس آخرا ، فالفضل يعود أولا وأخيرا إلى زوجتي ورفيقة عمري لما تحمّلته وما زالت تتحمّله من عناء وجهد من أجل توفير الإطار الملائم والبيئة المناسبة من أجل القيام بمهام البحث العلمي .

الكويت ١٩٩٩

والله ولي التوفيق .

## الفصل الأول

### انفجار الأزمة ومراحل تطورها

(أ) انفجار الأزمة :

يرى البعض أن أزمة جنوب شرق آسيا المالية وانهيار أسواق عملاتها تمثل حلقة في سلسلة متصلة الحلقات من أزمات أسعار الصرف ، بدأت بتصاعد الضغوط المستمرة على نظام سعر الصرف الأوروبي (ERM) - نتيجة للارتفاع المستمر في سعر صرف المارك الألماني وانخفاض الدولار - مما ترتب عليه انسحاب بعض أعضاء هذا النظام وعلى رأسهم كل من إنجلترا وإيطاليا عام ١٩٩٢ . وفي يناير ١٩٩٤ قامت كل من مؤسسة مودي ومؤسسة ستندرد آند بور بتنزيل الجدارة الائتمانية لتركيا بالنسبة للقروض طويلة المدى المقومة بالعملة الأجنبية مما ترتب عليه انهيار سوق الأسهم التركي بنسبة ٣٠٪ خلال ذات الشهر وتدهور سعر صرف الليرة التركية من ١٥,٠٠٠ ليرة للدولار الأمريكي إلى ٢٢,٠٠٠ ليرة للدولار الأمريكي فيما بين ١٩ يناير و ٢٦ يناير ١٩٩٤ أي انخفاض نسبته ٣١,٨٪ ، وهو انخفاض تبعته سلسلة من الانخفاضات الأخرى . وفي ديسمبر ١٩٩٤ انفجرت الأزمة المالية في المكسيك حيث صاحبها تدهور حاد في سعر صرف البيزو المكسيكي وانهيار سوق المال فيها بشكل حاد ، وهروب رؤوس الأموال واندفاعها بسرعة نحو الخارج بدرجة كادت تهدد إخلال المكسيك بالتزاماتها الدولية لولا صندوق الإنقاذ الذي بلغت موارده ٤٠ مليار دولار أمريكي ، وكان المساهم الرئيسي فيه حكومة الولايات المتحدة الأمريكية ، وقد انتقلت عدوى الأزمة

المالية المكسيكية إلى دول أمريكا اللاتينية حيث شهدت أسواق تلك البلاد تدهورا حادا وسريعا ، وأصبح هذا الانتقال يعرف باسم «آثار التاكيلا Tequila Effects» ؛ والتاكيلا هي المشروب الروحي السائد في المكسيك وأمريكا اللاتينية ، كما انتقلت عدوى هذه الأزمة وإن كانت بصورة منخفضة للغاية إلى دول آسيا .

وفي الثاني من يوليو ١٩٩٧ أعلنت الحكومة التايلاندية — بعد محاولة مضنية من جانبها للحفاظ على سعر صرف البات — فك ارتباط البات بالدولار الأمريكي وتعويمه ، وتبع ذلك انخفاض سعر صرف البات في ذات اليوم بنسبة ٢٠٪ ، وفي ١١ يوليو ١٩٩٧ انخفض سعر صرف البيزو الفلبيني ، في حين انخفض سعر صرف الينجيت الماليزي في ١٤ يوليو، وسارعت الحكومة الإندونيسية في ذات الأسبوع بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف الروبية الإندونيسية من ٨٪ إلى ١٢٪ ، وقد كان ذلك بداية لطريق التراجع الحاد لأسعار صرف عملات تلك الدول و إلى اتجاه نزولي تزايد في حدته يوما بعد يوم في مؤشرات أسعار بورصات الأوراق المالية هناك . وحقيقة الأمر — وهو أمر سوف نعود إليه فيما بعد — أن مؤشرات التدهور — لى عكس ما يعتقد الكثيرون — قد بدأت أولا في أسواق الأصول ، أي أسعار الأسهم والعقار ، ثم انتقلت إلى سوق الصرف الأجنبي . وقد انتقلت العدوى بمعدلات بطيئة في البداية ثم بمعدلات متسارعة بعد ذلك إلى أسعار صرف عملات كوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة وأخيرا سعر صرف دولار هونج كونج التي شهدت بورصة أوراقها المالية إنهارا يوم ٢٢ أكتوبر ١٩٩٧ ، بلغ ٣, ٧٦٥ نقطة أي ما يعادل نسبة ٦٪ في يوم واحد ، مما أثار ذهول العالم ، كما امتد انتشار غبار الأزمة عبر المحيط الباسيفيكي إلى أسواق المال في أمريكا اللاتينية وأمريكا الشمالية حيث انخفض مؤشر أسعار الأسهم (داو جونز) في بورصة نيويورك في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧ بنسبة ٢, ٧٪ خلال هذا اليوم .

وقد تعمقت الأزمة خلال شهري نوفمبر وديسمبر من عام ١٩٩٧ ويناير من عام ١٩٩٨ في كوريا الجنوبية حيث تدهور سعر صرفها ، كما تراجعت أسعار الأسهم في سوق أوراقها المالية ، وقد أدى ذلك إلى إخلال العديد من وحدات قطاع الأعمال الكورية عن الوفاء بالتزاماتها ، وقد انعكس ذلك على جهازها المصرفي الذي ظهر عجزه الشديد عن الوفاء بالتزاماته تجاه البنوك العالمية وهو ما اضطر الحكومة الكورية إلى

اللجوء إلى صندوق النقد الدولي لترتيب تشكيل صندوق إنقاذ لكوريا الجنوبية بلغ حجمه حوالي ٥٩ بليون دولار .

وشهد عام ١٩٩٨ وبوضوح انتقال غبار الأزمة خارج المنطقة الآسيوية وبدأت الآثار الجانبية لها في الظهور رويدا رويدا ، هذا بجانب تعمق هذه الأزمة في الدول الآسيوية التي نشأت فيها ، فاليابان - التي تمثل القاطرة التي تجر وراءها الاقتصاديات الآسيوية - تعيش منذ عام ١٩٩١ في غياهب انكماش اقتصادي لم تستطع الخروج منه حتى اليوم ، هذا بجانب انفجار أزمة الجهاز المصرفي والمالي بها هذا العام بأبعاد غير مسبوقة ، مما اضطر الحكومة إلى التدخل ببرنامج لإنقاذ البنوك اليابانية من عثرتها . وقد انتقل غبار الأزمة إلى الولايات المتحدة في صورة تأثير مباشر على تجارتها الخارجية في المنطقة . ومع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٨ بدأت عدوى الأزمة تنتشر في روسيا بمعدلات متباطئة ثم بمعدلات سريعة ومتلاحقة بعد ذلك ، حيث بلغت أوجها خلال يوليو وأغسطس وسبتمبر حين تدهور سوق الأوراق المالية بها وانحدر سعر صرف الروبل انحدارا شديدا مما اضطر الحكومة إلى وقف التعامل في الروبل وإيقاف قابليته للتحويل ، كما قامت الحكومة الروسية بالإخلال بالتزاماتها حيث أعلنت عن وقف سداد الدين الخارجي لمدة ٩٠ يوما وإعادة هيكلة الدين المحلي في أغسطس ١٩٩٨ ، وهكذا لم يكد العالم يفيق من آثار التاكيلا المكسيكي ، والساكي الياباني ، حتى وجد نفسه يترنح مرة أخرى تحت تأثير الفودكا « Vodka Effect » وهو المشروب الروحي الروسي . وكان تأثير الأزمة الروسية - التي هي في جزء كبير منها نتاج للأزمة الآسيوية - حادا على الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت بوضوح الآثار الجانبية للأزمة الروسية . فقد تأثر العديد من وحدات قطاع الأعمال في الولايات المتحدة التي كانت تتعامل وتستثمر في السوق الروسية سواء كانت هذه الوحدات مؤسسات مالية كالبنوك أو غير مالية كالشركات الصناعية ، مما أدى بهذه المؤسسات المالية والشركات الصناعية إلى شطب جزء كبير من أرباحها عن الربع الثالث لعام ١٩٩٨ ، وإلى تحقيق البعض الآخر خسارة كبيرة ، وكان رجع الصدى للأزمة الروسية واضحا في تدهور سوق الأسهم في بورصة نيويورك (وول ستريت) خاصة خلال النصف الثاني من أغسطس والنصف الأول من سبتمبر ١٩٩٨ ، وقد أدى اضطراب أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تأثير سالب على العديد من صناديق الاستثمار التي تعمل في السوق

الأمريكية ، خاصة تلك المعروفة بصناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية . ولم يقف الأمر عند هذا الحد إذ امتد تأثير الأزمة الروسية إلى أوروبا الغربية نظرا للانكشاف الكبير لبعض المؤسسات المالية الأوروبية على السوق الروسية ، كما انتقلت الأزمة إلى أمريكا اللاتينية حيث شهدت أسواقها المالية (أسواق الأسهم) تدهورا شديدا وانهارا واضحا خلال شهري أغسطس وسبتمبر من عام ١٩٩٨ ، وكذلك أسواق عملاتها خاصة أسواق كل من البرازيل وفنزويلا .

وهكذا في الاجتماع السنوي المشترك لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في أكتوبر ١٩٩٧ في هونج كونج ، وسمت الأزمة المالية بأنها «أزمة آسيوية» وأحيانا بأنها «أزمة إقليمية» ، أما في الاجتماع السنوي المشترك للمؤسساتين العملاقين في أكتوبر ١٩٩٨ وسمت الأزمة بأنها «أزمة عالمية» وبأنها ليست أزمة دول ، بل «أزمة نظام» أو أزمة منظومية . وقبل التطرق إلى مسلسل أحداث الأزمة وأبعادها فإنه من المفضل تناول البيئة العامة الدولية المحيطة بنشوء الأزمة والحقائق الأساسية المتعلقة بها حتى يمكن لنا استيعابها وفهم آلياتها .

#### (ب) البيئة العالمية المحيطة بنشوء الأزمة :

قبل الدخول في تحليل الأزمة وتتبّع أحداثها نود أن نشير في عجلة إلى بعض الحقائق الأساسية التي تمثل البيئة العامة المحيطة بنشوء الأزمة .

١- لا بد أن نعي وبدقة حقيقة العلاقة ومدى الارتباط بين سوق العملات وسوق الأوراق المالية (أو سوق الأصول المالية أو أسواق الأصول بصورة عامة) حتى يمكن تفهم آليات الأزمة واتجاه حركتها . ذلك أن العمل على فتح أسواق المال المحلية أمام رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها وخلق الحوافز لتدفقها إلى الداخل من أجل التعامل في هذه الأسواق يتطلب عمل بعض الترتيبات الخاصة بقابلية العملة المحلية للتحويل Convertibility لغير المقيمين حتى ولو لم يتم تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات الخارجي بالكامل ، فترتيبات قابلية تحويل العملة المحلية لغير المقيمين هي ضمان الخروج لرؤوس الأموال في أي وقت تشاء وهي في ذات الوقت آلية الارتباط بين سوق العملات الأجنبية (سوق الصرف الأجنبي)

وأسواق الأوراق المالية . فالعائد على الاستثمار لغير المقيم (المستثمر الأجنبي في هذه الحالة) يتوقف بشكل كبير على سعر الصرف وحركته - وهو ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف - فإذا حدث لأي سبب من الأسباب ظهور عجز مفاجئ في ميزان المدفوعات أو تفاقم حجم العجز الحالي بشكل غير متوقع أو ارتفاع في معدلات التضخم بحيث يبدو معه أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية آت لا محالة ، فإن ذلك قد يفجر أزمة تتخذ شكل موجات كبيرة لبيع الأصول المالية بما فيها الأوراق المالية كالأسهم ، وذلك بهدف الخروج برءوس الأموال إلى الخارج خوفا من تدهور العائد عليها نظرا لانخفاض سعر صرف العملة المحلية . وتؤدي هذه الموجات من مبيعات الأصول المالية إلى الانخفاض الحاد - يتوقف الأمر في النهاية على حجم المبيعات - في أسعار الأسهم والأوراق المالية من ناحية ، كما تمثل ضغطا على سوق الصرف الأجنبي من أجل تحويل رءوس الأموال إلى العملة الأجنبية حتى يمكن أن تتحقق عملية الخروج من ناحية أخرى . هذه الضغوط قد تدفع إلى تخفيض سعر صرف العملة المحلية . وتصدر الإشارة هنا إلى أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية من شأنه أن يثير التوقعات باحتمال تكرار عملية التخفيض من ناحية ، كما أنه يرفع من تكلفة التحويل للعملة الأجنبية ومن ثم يمثل خسارة للمستثمر أو المتعامل في السوق المالي المحلي عند الخروج منها من ناحية أخرى . كذلك فإن محاولة التصدي لانخفاض سعر صرف العملة المحلية عن طريق رفع سعر الفائدة المحلية - بهدف تعويض المستثمر عن خسارته الناجمة عن تدهور سعر الصرف - قد يدفع إلى موجة أخرى من مبيعات الأسهم في سوق الأوراق المالية ، ذلك أن رفع سعر الصرف عن طريق استخدام جزء من الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية - أي من خلال شراء العملة المحلية ومزيد من عرض العملة الأجنبية - وبالتالي تأكل نسبة هامة من هذا الاحتياطي في مدى زمني قصير نسبيا ، قد يولد موجة تشاؤمية خاصة بالمستقبل مما يدفع إلى حركة جديدة من مبيعات الأوراق المالية وبالتالي محاولة الخروج من السوق المحلي ومن ثم زيادة الضغوط التي لا بد أن تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف . ذلك أن رصيد الاحتياطي من العملات الأجنبية لدى السلطات النقدية هو أحد المؤشرات الأساسية المهمة التي تتبعها المؤسسات المالية الدولية وكبار المستثمرين الدوليين من أجل ترتيب الجدارة الائتمانية والاستثمارية

للدول ، وبالتالي فإن تدهور هذا الاحتياطي قد يدفع هذه المؤسسات إلى إعادة النظر في ترتيب الجدارة الائتمانية أو الاستثمارية لدولة ما ، وهو ما قد يفجر أزمة جديدة تتخذ شكل موجة خروج من أسواق المال المحلية وبالتالي ممارسة الضغوط على سعر الصرف وسوق الصرف مما يدفع سعر صرف العملة المحلية نحو الانخفاض . وخلال الأزمة الآسيوية لعب مؤشران هامين جديداً دوراً فعالاً في التأثير على ترتيب الجدارة الائتمانية والاستثمارية وعلى ثقة المستثمرين وتوقعاتهم ألا وهما نسبة الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية إلى عرض النقود (السيولة المحلية)، ونسبة الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية إلى المديونية الخارجية قصيرة الأجل . وسوف نتناول هذين المؤشرين تفصيلاً فيما بعد .

٢- حقق النظام الاقتصادي العالمي في العقدين الأخيرين تغيرات جذرية هامة في بنية هذا النظام ، ولعل من أهم هذه التغيرات ما يطلق عليه ظاهرة العولمة . ونحن نهتم هنا بعولمة النشاط المالي وما تعنيه من اندماج أسواق المال العالمية . وقد بدأت بذور هذه الظاهرة في نهاية الستينيات واتسع نطاقها في السبعينيات وتسارعت وتأخرها في الثمانينيات حتى بدأت تأخذ سماتها الرئيسية في التسعينيات . ولقد بدأت هذه الظاهرة بنشأة سوق اليورو دولار واتساعه ، ثم سياسات تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات وتحقيق القابلية للتحويل لأغراض هذا الحساب في الثمانينيات ومن ثم تحرير تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود خاصة بالنسبة للدول المتقدمة ، هذا بجانب تزايد عدد الدول التي حققت القابلية للتحويل لأغراض الحساب الجاري . وهكذا شهدت السبعينيات تحركات ضخمة لرؤوس الأموال عبر الحدود مقارنة بالفترة السابقة . وشهد عقد الثمانينيات تغيرات هامة تتمثل أولاً في عمليات الإصلاح الهيكلية في أسواق المال في الدول المتقدمة من حيث قواعدها وإجراءاتها التنظيمية والمالية ، بجانب ذلك تم السماح للمؤسسات المالية المحلية بالتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية<sup>(١)</sup>، كما شهد هذا العقد دخول اليابان في السوق المالي الدولي . وقد ساعدت هذه التطورات على زيادة حجم التدفقات من رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق . إلا أن الأمر لا يقف عند هذا الحد ، ذلك أن التطور الذي اتخذ سبيله في تكنولوجيا وسائل الاتصال وفي الحاسب الآلي وما يتصل به من

منتجات قد لعب الدور الرئيسي في تسهيل وتسريع عملية عولمة النشاط المالي بحيث ساعد على حدوث توسع غير مسبوق في التدفقات المالية عبر الحدود وداخل الدولة الواحدة . وترتب على هذه التطورات التكنولوجية في وسائل الاتصال وتكنولوجيا الحاسب الآلي التوسع الأفقي والرأسي (العمق) للأسواق المالية بحيث لم تجد الحكومات مناصا من ضرورة تحرير هذه الأسواق وفك القيود الواردة على حركتها وتعاملاتها . هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى فقد ساعد التطور الهائل في وسائل الاتصال وفي تكنولوجيا المعلومات على تنمية وتطوير عدد من الأدوات المالية بعضها بالغ التعقيد والتركيب يعرف باسم المشتقات المالية - Financial Derivatives كالمقايضة أو المبادلة ، والخيارات ، والعقود الآجلة والعقود المستقبلية والتوقي أو التحوط . . . إلخ ، إذ لم يكن من الممكن لهذه الأدوات أن تنتعش دون هذا التقدم الهائل في تكنولوجيا وسائل الاتصال والمعلومات التي حدثت في العقود السابقة (٢) .

ففي المجتمعات القديمة كان تحرك المعلومات وانتقالها بطيئا للغاية ، حيث كان هذا الانتقال مقيدا ببداية وسائل الاتصال ، ولقد كانت الأزمات المالية في بداية القرن التاسع عشر - خاصة تلك التي ارتبطت بالحروب النابليونية - ترتبط بالأحداث العسكرية والأحداث الأخرى المشابهة لها التي تتم في أماكن بعيدة . وكان من الممكن للمركز المالي لأي مستثمر أن يتأثر تأثرا واضحا سلبا أو إيجابا بنتيجة موقعة عسكرية ثم لا يدري هو عن هذا التغيير في مركزه المالي إلا بعد مرور فترة زمنية قد تمتد . و تسارع تطور وسائل الاتصال في النصف الثاني من القرن التاسع عشر ، ونظر الجميع إلى تركيب أول خط تلغرافي بين لندن ونيويورك عام ١٨٦٦ على أنه قفزة تكنولوجية هامة . ذلك أن أسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك كانت تنتقل عن طريق السفن من ميناء نيويورك إلى ميناء لندن ، وهي رحلة كانت تستغرق أسبوعا أو أكثر ، يلي ذلك اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء وعودتها عن طريق السفن مرة أخرى . أما بعد هذا الخط فقد كان انتقال المعلومات واتخاذ القرارات وعودتها يستغرق حوالي ٢٤ ساعة زمنية ، إلا أن سرعة تطور وسائل الاتصال في القرن التاسع عشر كان بطيئا ببطء السلحفاة إذا قورن بمعدلات اليوم ، ذلك أن عالم أسواق المال اليوم يتسم بما يمكن أن يسمى

بالاتصال اللحظي. Instant Communication. وهكذا أدت الثورة التكنولوجية الحديثة إلى الانتقال من عالم الماديات ، أي عالم السلع ، إلى عالم الرموز والمفاهيم ، فزادت نسبة الناتج المحلي المتولدة في العمل والنشاط الذهني والفكري ، كما أصبحت البليون دولار مجرد رقم على شاشة الحاسب أو مجرد ومضة كهربائية ، وبالتالي أصبحت قادرة على التحرك وبسرعة مع قدرة خارقة على تغيير اتجاهها بين لحظة وأخرى على مدى الأربع والعشرين ساعة تستطيع خلالها أن تجوب أسواق المال العالمية جيئة وذهابا .

وقد كان سوق الصرف الأجنبي هو أول الأسواق المالية التي تكاملت واندجت بحيث أصبح سوقا واحدا ، كما تصاعد حجم التعامل فيه بمعدلات سريعة ، ووصل إلى أرقام قد يصعب تصورها نظرا لهذا التطور الهائل في وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات . وحتى يمكن تصور حجم التعامل في هذا السوق يكفي أن نشير إلى أنه في عام ١٩٧٧ بلغت القيمة السوقية للصادرات العالمية ١,٣ ترليون دولار أمريكي ، في حين بلغ حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي ٤,٦ ترليون دولار أمريكي على مدار العام ، وهو ما يعني أن قيمة الصادرات تمثل ٢٩٪ من حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي . أما في عام ١٩٩٥ فقد بلغ حجم الصادرات العالمية ٤,٨ ترليون دولار أمريكي ، في حين بلغ حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي ٣٢٥ ترليون دولار أمريكي وبالتالي فإن قيمة الصادرات بلغت نسبة ١,٥٪ من حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي . بمعنى آخر أنه من بين كل ١٠٠ دولار أمريكي يتم التعامل بها في أسواق الصرف الأجنبي يستخدم فقط ١,٥ دولار أمريكي لغرض تمويل الصادرات من السلع والخدمات ، في حين يستخدم الباقي وقدره ٩٨,٥ دولار أمريكي لأغراض الاستثمار والمضاربة . ومن الحقائق المهمة الأخرى التي يجب التأكيد عليها هنا أنه في عام ١٩٧٧ بلغت الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي على مستوى العالم ٢٢٦ بليون دولار أمريكي ، في حين بلغ حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي ١٨ بليون دولار أمريكي ، أما في عام ١٩٩٥ فقد بلغ حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي ١,٣ ترليون دولار أمريكي ، في حين بلغت الاحتياطيات الرسمية من العملة الأجنبية على مستوى العالم ١,٢ ترليون دولار<sup>(٣)</sup> وتعني الأرقام السابقة

أنه من الصعب على البنوك المركزية سواء بمفردها أو مجتمعة أن تحارب الجهود المتكاثفة لكبار المضاربين للتأثير على اتجاه سعر الصرف لعملة معينة . ذلك أن صناديق الاستثمار التي يقع تحت تصرفها هذا الكم الهائل من الأموال تستطيع الحصول على بلايين الدولارات وبتكلفة منخفضة - أو حتى بدون تكلفة - لتحركها ذهابا وإيابا عبر العالم في لمح البصر ، وقد بلغ هذا التحرك ١,٥ ترليون دولار أمريكي في يوم واحد . وليس غريبا أن يطلق البعض على المضارب في سوق الصرف الأجنبي اصطلاح المستثمر الاستخراجي Extractive Investor ، ذلك أنه يستخرج الأرباح من النشاط المنتج للآخرين .

وحتى يمكن تصور حجم القفزة في انسياب وتدفق رؤوس الأموال عبر الحدود ، نذكر على سبيل المثال تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI إلى الخارج حيث قفزت من متوسط قدره ٣,٣ بليون دولار أمريكي عن السنوات من ١٩٧٥ وحتى ١٩٧٩ إلى ٤,٢٢٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٠ ، وفي حين بلغ متوسط تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل عن السنوات ١٩٧٥ - ١٩٧٦ ٩,٢٦ بليون دولار أمريكي قفز هذا المتوسط إلى ٦,١٧٩ بليون دولار أمريكي لعام ١٩٩٠ . كذلك تشير بيانات تدفقات رأس المال المالي إلى الخارج أو ما يجري العرف على تسميته تدفقات رأس المال للمحافظ الاستثمارية Portfolio Capital وهو رأس المال الذي يتوجه من أجل الاستثمار في الأصول المالية ، قد قفز من متوسط قدره ٤٥,١٢ بليون دولار أمريكي عن السنوات ١٩٧٥ - ١٩٧٦ إلى ٢٧٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١ ، في حين قفز حجم التدفقات إلى الداخل من متوسط قدره ٢٥ بليون دولار أمريكي عامي ١٩٧٥ - ١٩٧٩ إلى ٣٨٨ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١<sup>(٤)</sup>. وقفز حجم الاقتراض عن طريق إصدار السندات الدولية من ٣٨ بليون دولار أمريكي ١٩٨٠ إلى ٢٢٩ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٠ . كذلك قفز سوق التعامل في المشتقات المالية من ٦١٨ بليون دولار أمريكي عام ١٩٨٦ إلى ٩,٩ ترليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦<sup>(٥)</sup>، هذا باستبعاد سوق المقايضة سواء في مجال أسعار الفائدة أو العملات الأجنبية والذي بلغ في المتوسط ٥,١٥ ترليون دولار أمريكي ١٩٩٦ مقارنة بصفقات بلغت ٤,١ ترليون دولار أمريكي عام ١٩٨٦ . وقد زاد حجم الصفقات التي تتم عبر الحدود في الأسواق المالية

(الأسهم والسندات) من ٢,٨ ٪ من الناتج الإجمالي الأمريكي عام ١٩٧٠ إلى ١٥١ ٪ من الناتج القومي الأمريكي عام ١٩٩٥ ، أما بالنسبة لليابان فقد تصاعدت هذه النسبة من لاشيء عام ١٩٧٠ إلى ١٢٠ ٪ من الناتج القومي الياباني عام ١٩٩٥ مقارنة بنسبة ١,٥ ٪ من الناتج القومي الياباني عام ١٩٧٥<sup>(٦)</sup> . وتوضح المؤشرات السابقة القفزة الهائلة في حجم انسياب رؤوس الأموال عبر الحدود وسرعة هذا الانسياب .

٣ - أدى نمو صناديق المعاشات Pension Funds وصناديق الاستثمار الأخرى خاصة الصناديق المشتركة Mutual Funds في الدول الصناعية إلى تزايد فرص جذب رؤوس الأموال إلى أسواق الأوراق المالية وإلى تزايد هذه الفرص في المستقبل . وتبلغ قيمة أصول صناديق المعاشات بالدول الصناعية الكبرى ما يزيد على ١٠ ترليون دولار أمريكي ، في حين تصل قيمة أصول الصناديق المشتركة في الولايات المتحدة إلى ٣,٥ ترليون دولار أمريكي مقارنة بأصول قيمتها ٤,٥ ترليون دولار أمريكي للجهاز المصرفي الأمريكي ، ومن المتوقع أن تتخطى أصول الصناديق المشتركة أصول الجهاز المصرفي عام ٢٠٠١ . وتجدر الإشارة هنا إلى بعض صناديق الاستثمار الأخرى مثل صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية Hedge Funds وهي صناديق تلعب اليوم دورا فعالا في أسواق المال سواء للدول المتقدمة أو الدول الناشئة ، وتختلف تقديرات رؤوس أموالها ، وتشير التقديرات المتحفظة إلى أن رؤوس أموالها تبلغ في مجموعها ١٠٠ بليون دولار . وإذا أضفنا أصول صناديق التغطية الاستثمارية إلى أصول الصناديق المشتركة فإنها تتخطى أصول الجهاز المصرفي في الوقت الراهن . وقد تزايد حجم التدفقات السنوية عبر الحدود إلى أسواق الأسهم الناشئة من ٣,٣ مليار دولار عام ١٩٨٦ إلى ١٥,٨ مليار دولار عام ١٩٩١ ، ثم قفز إلى ٦٢ مليار دولار عام ١٩٩٢ .

٤ - استطاعت كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة الدخول في دورة انتعاش بعد انكماش عامي ١٩٩٠ و ١٩٩١ ، إلا أن اليابان دخلت منذ ذلك التاريخ في غياهب انكماش تزايد عمقه بمرور الوقت حتى اليوم ، وكذلك الأمر بالنسبة للدول الأوروبية فقد عانت هي الأخرى - باستثناء المملكة المتحدة - من انكماش حركة

النشاط الاقتصادي وعجزت هي الأخرى عن الخروج منه وإن كانت حدة انكماشها تخف كثيرا عن حدة الانكماش الياباني . وهكذا اتسمت سنوات التسعينيات الأولى ببيئة مالية عالمية يسودها فائض كبير في السيولة مع انخفاض أسعار الفائدة وسهولة كبيرة غير مسبوقة في الحصول على الأموال اللازمة التي يرغب فيها المقترضون . ولاشك أن تصاعد النمو خلال عام ١٩٩٤ في الولايات المتحدة بجانب السياسة النقدية المتشددة التي اتبعها بنك الاحتياط الفيدرالي أدى إلى تقليص حجم هذا البالون إلى حد ما ، إلا أن تراخي النمو خلال عامي ١٩٩٥ - ١٩٩٦ قد أدى مرة أخرى إلى تزايد هذه السيولة التي اتجهت إلى أسواق المال في الدول الناشئة . ويرى البعض أن هذه السيولة قد بدأت تخف حدتها مع النصف الأول لعام ١٩٩٧ حيث تصاعدت وبوتائر متسارعة معدلات النمو وحركة النشاط الاقتصادي الأمريكي وكذلك في أوروبا .

(ج) تسلسل أحداث الأزمة ومراحل تطورها : (٧)

١٩٩٧

٢٣ يناير انهيار هانيوستيل ، وهو مجمع صناعي كوري ضخيم في ظل عبء قروض بلغت ٦ بلايين دولار أمريكي ، وهو الحلقة الأولى في سلسلة حلقات فشل بعض الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في كوريا والمعروفة باسم «تشاي بول» خلال عام ١٩٩٧ . كذلك تعرض البات التايلاندي لضغوط في أوائل عام ١٩٩٧ تمت مواجهتها عن طريق التدخل في كل من السوق الفوري والسوق الآجل .

١٤ - ١٥ مايو تعرض البات التايلاندي لضغوط كبيرة بواسطة المضاربين - تدخل كل من تايلاند وسنغافورة سويًا للدفاع عن البات . قيام السلطات التايلاندية بفرض بعض القيود التي تهدف إلى فصل السوق المحلي ( On Shore المقيم) عن السوق غير المقيم Off Shore ، وعلى الرغم من ذلك تستمر الضغوط - قيام البنك المركزي الفلبيني برفع سعر الفائدة ليوم واحد بنسبة ١,٧٥٪ إلى ١٣٪ .

- ٢٧ يونيو إغلاق فاينانس ون ، وهي أكبر شركة مالية في تايلاند مع ١٥ شركة مالية أخرى .
- ٢ يوليو تخلي الحكومة التايلاندية عن ربط البات بالدولار الأمريكي (تعويم البات) اتساع الضغوط وانتقالها إلى البيزو الفلبيني والرينجيت الماليزي والروبية الإندونيسية .
- ١١ يوليو سماح البنك المركزي الفلبيني للبيزو بالتحرك في نطاق أوسع غير محدود . اتخاذ الحكومة الإندونيسية قرارا بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف الروبية من ٨٪ إلى ١٢٪ .
- ١٤ يوليو تخلي البنك المركزي الماليزي عن الدفاع عن الرينجيت - قيام صندوق النقد الدولي بتوفير مساعدة مالية للفلبين قدرها ١,١ بليون دولار أمريكي طبقا لبرنامج الإنقاذ السريع الذي تم استخدامه بعد الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٥ .
- ٧ أغسطس وصول مؤشر أسعار الأسهم في بورصة هونج كونج إلى ذروته ، أما في تايوان فقد وصل إلى هذه الذروة في ٢٦ أغسطس .
- ١٤ أغسطس إلغاء إندونيسيا لنظام سعر الصرف الثابت وتعويم الروبية الإندونيسية ، انخفاض سعر صرف الروبية الإندونيسية في الحال .
- ٢٠ أغسطس اتفاق كل من الحكومة التايلاندية وصندوق النقد الدولي على خطة إنقاذ لتايلاند ، يصل حجم برنامج الإنقاذ إلى ٢,١٧ بليون دولار أمريكي شاملا قروض صندوق النقد وقروض الدول الآسيوية الأخرى . يتم صرف ٩,٣ بليون دولار أمريكي منها فورا .
- ١٧ أكتوبر توقف السلطات النقدية عن دعم الدولار التايواني الجديد ، الذي ينخفض سعر صرفه بنسبة ٦٪ وتساعد الضغوط على كل من الدولار الهونج كونجي وسوق الأسهم في هونج كونج .
- ٢٠ - ٢٣ أكتوبر ضغوط المضاربين على دولار هونج كونج مما يؤدي إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة للدفاع عن استمرار ربط سعر صرف دولار هونج كونج

بالدولار الأمريكي - تعرض سوق الأسهم في هونج كونج لانخفاض حاد - حيث ينخفض يوم ٢٢ أكتوبر بنسبة ٦٪/ ويصل انخفاض مؤشر هانج سنج إلى نسبة ٢٣٪ خلال ثلاثة أيام - تصاعد الضغوط على الوون الكوري .

٢٧ أكتوبر انخفاض حاد في أسعار الأسهم في الولايات المتحدة ، انخفاض مؤشر داو جونز بنسبة ٧٪/ خلال يوم واحد - انتقال العدوى إلى أسواق أمريكا اللاتينية وتدهور أسواق الأسهم بها خاصة البرازيل وفنزويلا .

٣١ أكتوبر إعلان صندوق النقد الدولي عن برنامج إنقاذ متعدد الأطراف لاندونيسيا يصل حجمه إلى ٢٣ بليون دولار أمريكي ، وسوف يوفر البرنامج مساعدات تصل قيمتها إلى ٤٠ بليون دولار أمريكي إذا أدخلنا في الحساب الالتزامات الثنائية في ظل خط الدفاع الثاني - بعد ضغوط مكثفة في سوق الرياس البرازيلي ، يقوم البنك المركزي البرازيلي بمضاعفة تدخله في سوق صرف الرياس للحد من انخفاضه .

١ نوفمبر قيام الحكومة الإندونيسية بإغلاق ١٢ مصرفا على أساس أنها تعاني من مشكلة ملاءة - تتم هذه الخطوة بناء على نصيحة الصندوق .

٥ نوفمبر قرض من صندوق النقد الدولي إلى إندونيسيا قدره ١٠ بليون دولار أمريكي ، يتم صرف ٣ بلايين دولار أمريكي منها فورا .

١٠ نوفمبر ارتفاع سعر الفائدة بنسبة ٧٪/ في روسيا ، كذلك أعلنت السلطات الروسية توسيع نطاق التدخل في سوق الروبل من + ٥٪ إلى + ١٥٪ .

٢٠ نوفمبر ارتفاع نطاق التحرك اليومي للوون الكوري من + ٢٥ ، ٢٪ إلى + ١٠٪ .

٢١ نوفمبر طلب كوريا قرضا من صندوق النقد الدولي .

٣ ديسمبر توقيع اتفاق بين كوريا الجنوبية وصندوق النقد الدولي لبرنامج للمساعدات يوفر في مجموعه مساعدات قدرها ٥٧ بليون دولار أمريكي .

٨ ديسمبر قيام الحكومة التايلاندية بالإغلاق النهائي لعدد ٥٦ شركة مالية من الشركات المالية التي سبق إيقافها قبل ذلك والبالغ عددها ٥٨ شركة مالية .

١٦ ديسمبر تعويم الوون الكوري .

١٩٩٨

٦ يناير إعلان الحكومة الإندونيسية عن موازنة عام ١٩٩٨ / ١٩٩٩ التي تقوم على عدد من الفروض تتعد كثيرا عن الواقع ، مما يؤدي إلى انخفاض سعر صرف الروبية انخفاضا حادا .

١٢ يناير انهيار بريجرين ، وهو أكبر بنك استثماري في هونج كونج (الصين) باعتباره ضحية لديون غير منتظمة ومتعثرة لمدينين إندونيسيين - انخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد في سوق هونج كونج (الصين) وسوق سنغافورة .

٢٣ يناير إعلان إندونيسيا عن موازنة جديدة معدلة لعام ١١ / ١٩٩٩ تعكس توصيات صندوق النقد الدولي ، ويتوقع مشروع الموازنة أن يكون معدل النمو خلال العام المالي ١٩٩٨ صفرا ، ومعدل التضخم ٢٠٪ ، وسعر صرف الروبية ٥٠٠٠ روبية للدولار الأمريكي ، في هذا اليوم يتدهور سعر صرف الروبية إلى ١٢٠٠٠ روبية إندونيسية للدولار .

٢٧ يناير إعلان إندونيسيا عن تجميد مؤقت لخدمة الشركات (وحدات قطاع الأعمال الخاص) لديونها .

٢٢٩ - ٨ يناير اتفاق بين كوريا والبنوك العالمية الدائنة على خطة لتحويل القروض قصيرة الأجل للقطاع الخاص وقدرها ٢٤ بليون دولار أمريكي إلى قروض خاصة مضمونة من الحكومة الكورية بأسعار فائدة عائمة تتراوح بين نسبة ٥٪ ، ٧٪ إلى ٢٪ فوق سعر الفائدة ليور (وهو سعر الفائدة الذي يتم التعامل به بين البنوك الخمس الكبرى في لندن) - قيام مؤسسات

تقييم وترتيب الجدارة الائتمانية برفع ترتيب كوريا في مجال المخاطر السيادية ، كما بدأ الون في الانتعاش واستمر في الارتفاع حتى نهاية مارس ١٩٩٨ .

٩- ١٣ فبراير خطة إندونيسية لإنشاء مجلس للعملة Currency Board يهدف لتثبيت سعر صرف الروبية الإندونيسية . وقد اعترض على هذه الخطة كل من صندوق النقد الدولي وقدم تحذيرا شديدا بعدم إنشاء هذا المجلس ، كذلك اعترضت كل من منظمة التعاون الاقتصادي وبعض الحكومات الدائنة لإندونيسيا على أساس أن من شأن هذه الخطوة زعزعة الثقة في النظام المالي الإندونيسي .

٢٦ فبراير التفاوض بين الدائنين (المقرضين) لإندونيسيا والمقرضين لإعادة جدولة ديون القطاع الخاص بالعملة الأجنبية والبالغة ٧٠ بليون دولار أمريكي .

٤ مارس موافقة صندوق النقد الدولي على صرف الجزء الثاني من برنامج الدعم لتايلاند ويطلب من الحكومة التايلاندية الاستمرار في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي مع استعداده للتنازل عن بعض أهداف السياسة الاقتصادية التي سبق موافقته عليها - ارتفاع سعر كل من البات التايلاندي ومؤشر أسعار الأسهم في بورصة بانكوك خلال شهر مارس نظرا لتحسن الثقة في السوق .

٢٣ مارس قيام الحكومة الإندونيسية برفع سعر الفائدة بشكل حاد لوقف التضخم من ناحية وللدفاع عن الروبية الإندونيسية من ناحية أخرى ، وهو أحد متطلبات صندوق النقد الدولي . كذلك تخلت الحكومة الإندونيسية عن خطتها لفرض ضريبة نسبتها ٥٪ على شراء العملة الأجنبية - زيادة سعر صرف الروبية في أعقاب رفع سعر الفائدة .

٢٣ مارس إعلان الرئيس بوريس يلتسين أن عملية الإصلاح الاقتصادي تسير ببطء شديد وقيامه بإقالة رئيس الوزراء تشيرنوميردين ، وتعيين وزير غير معروف بدلا منه هو سيرجي كيرينكو على رأس الحكومة الجديدة - قيام العديد من المستثمرين بمحاولة الخروج من سوق الأسهم الروسية نظرا

لتراجع ثقتهم بشكل ملحوظ نتيجة للانخفاض الشديد في أسعار النفط الخام ونتيجة للأزمة المالية الآسيوية .

١ - ٣ إبريل تراجع أسعار الأسهم في بورصات آسيا يوم أول إبريل (الأربعاء) نظرا لشروع الاعتقاد بتعمق الألام الاقتصادية للمنطقة ، كما تراجعت أسعار الأسهم في بورصة وول ستريت ، واستمرت موجات البيع في الثاني من إبريل دافعة مؤشرات الأسعار إلى أسفل ، وزاد من حدتها ظهور سلبية بعض مؤشرات الثقة في الاقتصاد الياباني (بواسطة البنك المركزي) مما أدى إلى انخفاض مؤشر نيكبي بنسبة ٢, ٣٪ واستمر الانخفاض في اليوم الثالث من إبريل بنسبة ٢, ١٪ نظرا لتخفيض الجدارة الائتمانية لليابان بالنسبة للقروض الحكومية (السيادية) .

٨ إبريل إعلان الحكومة الإندونيسية عن توصلها إلى اتفاق مع صندوق النقد الدولي بشأن حزمة جديدة من سياسات الإصلاح الاقتصادي تنطوي على أهداف جديدة وسوف يتم مراقبة تنفيذها بواسطة الصندوق لضمان الالتزام . لابد من موافقة مجلس إدارة الصندوق على الاتفاق حتى يمكن صرف ما مقداره ٣ بلايين دولار كقرض لتعديل أوضاع ميزان المدفوعات الأندونيسي . وسوف يسمح هذا القرض بصرف عدد من بلايين الدولارات الأخرى كمساعدات ل إندونيسيا في ظل برنامج صندوق النقد الدولي لإنقاذ إندونيسيا البالغ حوالي ٤٠ بليون دولار ، والذي تم الاتفاق عليه في شهر أكتوبر - إعلان التقديرات عن احتمالات انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٤٪ خلال السنة المالية التي تبدأ في الأول من إبريل ١٩٩٨ ، في حين كان التقدير في يناير ١٩٩٨ أن معدل النمو سوف يكون صفرا - كذلك بلغت تقديرات التضخم حوالي ١٧٪ حين كان التقدير في يناير هو احتمال وصولها إلى ٢٠٪ .

٩ إبريل إعلان اليابان عن قيامها بصرف ١٠ ترليونات ين جديدة من الإنفاق العام الجديد كجزء من الجرعة المنشطة - شاملة ٤ ترليونات ين ياباني تمثل حجم الانخفاض في الضرائب على الدخل - وصول سعر الصرف إلى ١٣١ ين للدولار .

١٦ إبريل اهتزاز سوق كل من ماليزيا وسنغافورة نظرا للارتباطات القوية بينهما وذلك لتخوف المستثمرين من زيادة عدد الشركات الخاسرة أو الشركات القابلة للإفلاس في ضوء إعلان أكبر شركة قابضة في ماليزيا وهي تملك أكبر شركة مالية في ماليزيا عن تحقيق خسارة لأول مرة خلال العام المالي ١٩٩٧ - قيام ١٤ ألف عامل من عمال نقابة عمال شركة KIA لصناعة السيارات في كوريا بإضراب شامل حالوا فيه دون وصول الحارس الذي عينته المحكمة على الشركة إلى مكتبه ، وأعلنت النقابة إعطاء الحكومة مهلة حتى ٢٤ إبريل لإعلان موقفها من موضوع الاستملاك . وأدت هذه الأنباء إلى انهيار بورصة سيئول حيث تراجع مؤشر الأسعار بنسبة ٣٪ أو ٢,٤٥٤ نقطة - وصول سعر صرف الين الياباني إلى ١٣٢ ين للدولار الأمريكي .

٢١ إبريل قيام السلطات الإندونيسية برفع أسعار الفائدة بهدف الوصول بسعر صرف الروبية الإندونيسية إلى ٦٠٠٠ روبية للدولار واحتواء التضخم - كما أعلنت عن مضمون سياسات برنامج الإصلاح الذي تم الاتفاق عليه مع الصندوق في ٨ إبريل ، شاملا إعادة هيكلة القطاع المالي وتعديل قانون الإفلاس وضمان الرقابة والشفافية .

٨ مايو تزايد اضطراب أسواق إندونيسيا نظرا لتجدد إضرابات الطلاب في العاصمة والمطالبة بعزل سوهارتو ، اتجاه سعر صرف الروبية إلى ٩١٥٠ روبية للدولار الأمريكي وانتقال هذا التوتر الحادث في أسواق المال الإندونيسية إلى أسواق دول حوض الباسفيك .

١٢ مايو تدهور أسواق المال في آسيا وأستراليا متأثرة في ذلك بسيادة التوقعات باحتمالات انهيار بورصة وول ستريت مع نهاية الأسبوع ، وتدهور مؤشر أسعار الأسهم في بورصة طوكيو كرد فعل للبيانات الاقتصادية حول الإنتاج والبطالة . وفي ١٣ مايو انخفض مؤشر أسعار الأسهم في بورصة جاكارتا بنسبة ٨٪ بعد تزايد الإضرابات ووفاء عدد من الطلاب في عملية الاحتكاك مع قوات الأمن الإندونيسية ، وانخفض سعر صرف الروبية تحت مستوى ١٠٠٠٠ روبية للدولار - انتقال العدوى إلى أسواق المال

في دول آسيا والباسفيك حيث تراجعت أسعار الأسهم فيها ، كما شهدت بورصة هونج كونج تراجعا حادا في هذا اليوم كرد فعل لأحداث أندونيسيا - قيام عمال مناجم الفحم في روسيا بالإضراب والاحتجاج نظرا للتأخر في دفع أجورهم لمدة طويلة ومنعهم تشغيل خط هام للسكة الحديدية لمدة أسبوعين على التوالي .

١٥ - ١٩ مايو توقف التعامل تماما في أسواق المال وأسواق السلع في إندونيسيا في أعقاب أربعة أيام متتالية من الإضرابات وعمليات تدمير وسرقة المحلات والمؤسسات ، وصول سعر صرف الروبية الإندونيسية دون مستوى ١٢٠٠٠ روبية للدولار ، وتراجع أسواق الأسهم في كل من طوكيو ودول آسيا . إعلان سوهارتو في ١٩ مايو أنه لن يرشح نفسه للرئاسة مرة أخرى مما خلق بيئة عامة من الارتياح - ولقد ترتب على الاضطرابات السياسية في إندونيسيا التأثير سلبا في حركة أسواق المال في كل من روسيا والبرازيل والمكسيك وزيادة التوقعات باحتمالات تعمق الأزمة في آسيا - انخفاض مؤشر الأسهم في بورصة روسيا بنسبة ١٢٪ يوم ١٨ مايو ، وانخفاض مؤشر الأسهم في البرازيل بنسبة ٤ ، ٦٪ ، و ٣٪ في المكسيك ، في حين كان الانخفاض نسبته ٧ ، ٤٪ في الأرجنتين - قيام السلطات الروسية برفع سعر الفائدة من ٣٠٪ إلى ٥٠٪

٢١ مايو استقالة سوهارتو ، توجيه اللوم إلى صندوق النقد الدولي باعتباره مسئولا إلى حد كبير عن تدهور الأوضاع في إندونيسيا - انتقال المسؤولية إلى نائب الرئيس حبيبي . اتجاه أسواق الأسهم في آسيا نحو التحسن نتيجة لاستقالة سوهارتو وسيادة التوقعات بتحسن الأوضاع - ارتفاع مؤشر الأسهم في بورصات هونج كونج ، طوكيو ، كوالالمبور ، جاكرتا ، ودول حوض الباسفيك - ارتفاع الدولار إلى ١٣٦ ، ٠٨ ين ياباني خاصة بعد شيوع الاحتمالات بانخفاض أسعار الفائدة في اليابان .

٢٦ مايو إعلان الحكومة الروسية عن مزاد لبيع ٧٥٪ من أسهم شركة روزنفوت وهي أكبر شركة للنفط ومن الشركات التي مازالت تحت يد الدولة ، ومع ذلك

عجزت الحكومة عن جذب المستثمرين - وصول الدولار إلى ١٥, ١٣٧ ين ياباني وشيوع القلق في اليابان وفي آسيا من استمرار انخفاض سعر صرف الين - انهيار الأسهم الكورية إلى أدنى مستوى لها في أحد عشر عاما - قيام الحكومة الكورية بإلغاء حاجز الملكية الأجنبية للشركات والمشروعات الكورية عند حدود نسبة ٥٥٪ - انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الياباني في الربع الأول بنسبة ٨, ٣٪ .

٢٧ مايو

تصاعد الضغوط والاضطرابات في الأسواق المالية الروسية ، وفي سوق الأدوات المالية ذات الأسعار الثابتة (العائد الثابت) ارتفع سعر الفائدة إلى ٨٠٪ . ولقد قام البنك المركزي الروسي برفع سعر الفائدة (لومبارد) من ٥٠٪ إلى ١٥٠٪ لوقف الضغوط من أجل رفع سعر الفائدة . لإحجام المستثمرين عن شراء أذونات الخزانة الروسية خوفا من احتمال إخلال الحكومة بالتزاماتها - انخفاض مؤشر الأسهم بنسبة ١١, ٥٪ في هذا اليوم - تدهور الأسواق المالية في كوريا وهونج كونج .

٢٩ مايو

انخفاض سعر صرف الين إلى ١٣٩ ين للدولار نظرا لزيادة التوتر في جنوب شرق آسيا - انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في هونج كونج لأول مرة منذ ١٣ عاما في الربع الأول من عام ١٩٩٨ بنسبة ٣, ٥٪ - تدهور مؤشرات الأسهم في ماليزيا وسنغافورة - إعلان الحكومة الإندونيسية عن سلسلة من الإجراءات والسياسات بهدف الإصلاح الاقتصادي وإعادة الهيكلة .

١ يونيو

تدهور مؤشرات الأسهم في روسيا تدهورا حادا ، أما السوق المستقبلي للأسهم فقد أوقف التعامل فيه تماما - إحجام المستثمرين عن التعامل نظرا لخيبة أملهم في احتمالات المساعدة لروسيا من المؤسسات الدولية .

٥ يونيو

قيام بنك الاحتياط الأسترالي (البنك المركزي الأسترالي) بإتفاق ما مقداره بليون دولار أسترالي للدفاع عن الدولار الأسترالي في مواجهة موجات المبيعات بواسطة البنوك الأمريكية وصناديق التحوط الاستثمارية - انخفاض سعر صرف الدولار الأسترالي مقارنة بشهر مايو الماضي بنسبة ٢١٪ .

٨ يونيو انخفاض سعر صرف الين الياباني إلى ١٤٠,٥ ين ياباني للدولار ، وهو الأمر الذي دعا إلى تعمق التوتر في دول آسيا الأخرى ، وهو ما أدى إلى انخفاض مؤشرات الأسهم بها - شيوخ الخوف من رد فعل هذه الدول بالقيام بتخفيض مماثل .

١١ يونيو تدهور سعر صرف الين وضعف العملات الآسيوية الأخرى - دفع أسواق أستراليا وآسيا إلى التراجع - وصول سعر صرف الين إلى ١٤٣,٥٤ ين للدولار - تدهور سوق الأسهم في نيويورك حيث انخفض مؤشر داو جونز بنسبة ٨,١٪ في هذا اليوم وهو ثاني أكبر انخفاض خلال هذا العام . انخفاض سعر صرف الين الياباني إلى ١٤٤,٧٥ ين للدولار يوم ١٢ يونيو، وهو يكاد يقرب من أدنى قيمة للين منذ ثماني سنوات - تدهور سوق الأسهم في كوريا بنسبة ١,٨٪.

١٧ - ١٨ يونيو انتشار الإشاعات حول تدهور الأوضاع المالية لبنك الإقراض طويل الأجل الياباني ( LTCB ) واحتمال اندماجه مع بنك آخر ، مما أدى إلى عرض أسهمه للبيع بكميات كبيرة وانهار أسعار أسهمه بالتالي - تدخل الولايات المتحدة للدفاع عن الين مما أدى إلى اتجاه سعر صرف الين نحو الارتفاع إلى ١٣٧ ين للدولار - قيام صندوق النقد الدولي بتأجيل صرف دفعة قدرها ٦٧٠ مليون دولار أمريكي حل أجلها من برنامج مساعدات روسيا لعلاج وضع الموازنة العامة بها .

٢٢ - ٢٥ يونيو تصريح رسمي بعد اجتماع السبعة الكبار والدول الآسيوية في ٢٢ يونيو أن إنقاذ وإصلاح وضع البنوك اليابانية قضية محورية في استقرار المنطقة الآسيوية والعالم . إعلان الحكومة اليابانية (٢٣ يونيو) عن تشكيل مجموعة مراقبة لتتبع أوضاع القطاع المالي والجهاز المصرفي - تدهور أسهم LTCB بنسبة ٤٥٪ - قيام صندوق النقد الدولي بصرف الدفعة المستحقة لروسيا وقدرها ٦٧٠ مليون دولار .

٣٠ يونيو إعلان الحكومة اليابانية أن حجم الديون المتعثرة يقدر بحوالي ٧٧ ترليون ين أو (٥٥٠ بليون دولار أمريكي) وأنها تمثل حجر عثرة أمام إصلاح الجهاز

المصرفي - تصاعد الضغوط على اليابان من جانب الولايات المتحدة والدول الآسيوية بضرورة إصلاح القطاع المصرفي - إعلان الحكومة اليابانية عن إنشاء بنك إنقاذ Bridge Bank لتنظيف البنوك اليابانية من الديون غير المنتظمة .

١٣ يوليو إعلان المقرضين الدوليين لروسيا عن استعدادهم لتوفير ما مقداره ٦, ٢٢ بليون دولار أمريكي كقروض إضافية - ارتفاع مؤشر الأسهم مؤقتاً في روسيا .

١٧ يوليو البرلمان الروسي (الدوما) يرفض العديد من المقترحات التي تقدمت بها الحكومة لزيادة الإيرادات العامة - طبقاً لخطة (يلتسين - كرينكو) للطوارئ . إعلان الحكومة التوقف عن سداد الدين الخارجي لمدة ٩٠ يوماً . وصول مؤشر داوجونز إلى ذروته خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث بلغ ٩, ٩٣٣٧ نقطة وهو ما يمثل زيادة نسبتها ٢, ٢٣٪ عن مستوى المؤشر في ٩ يناير ١٩٩٨ . ومنذ ذلك التاريخ بدأ مؤشر داوجونز رحلة التدهور حتى نهاية الربع الثالث من عام ١٩٩٨ ، ففي ٢٣ يوليو وصل مؤشر داوجونز إلى ٩, ٨٩٣٢ نقطة بانخفاض نسبة ٣, ٤٪ عن مستوى ١٧ يوليو .

٢٠ يوليو موافقة صندوق النقد الدولي على حصته في القرض الدولي الجديد لروسيا والبالغ ٢, ١١ بليون دولار أمريكي ، حيث تم صرف ٨, ٤ بليون دولار أمريكي في الحال . استمرار التدهور في مؤشر داوجونز في بورصة وول ستريت بنيويورك ، وصول المؤشر إلى ٣, ٨٤٨٧ نقطة في ٤ أغسطس ١٩٩٨ وهو ما يمثل انخفاضاً نسبته ٥٪ عن مستوى ٢٣ يوليو، وانخفاضاً نسبته ١٠٪ عن مستوى ١٧ يوليو (الذروة) .

١٠ - ١٤ أغسطس تدهور الأسواق المالية في روسيا بشكل حاد تحت تأثير الخوف من الإحلال بالتزامات (التوقف عن الدفع) أو تخفيض سعر صرف الروبل - وصول العائد على أذونات الخزينة الروسية في ١١ أغسطس إلى ١٠٠٪ - يعلن جورج سورس في ١٣ أغسطس عن ضرورة تخفيض

الروبل الذي استمر مستقرا خلال السنوات الثلاث الماضية ، ويرد يلتسين في ١٤ أغسطس بنفي احتمال أي تخفيض .

١٧ أغسطس تخلى السلطات الروسية عن الحد الأدنى لسعر صرف الروبل والبالغ ١٣, ٧ روبل للدولار ، بهدف الوصول بالحد الأدنى إلى ٩, ٥ روبل للدولار، وذلك حتى نهاية عام ١٩٩٨ .

٢١ - ٢٣ أغسطس في جلسة طارئة يدعو مجلس الدوما يلتسين للاستقالة كما يهاجم سياسات كرينكو ، انخفاض مؤشرات الأسهم في ٢١ أغسطس كرد فعل لهذا الإجراء من جانب البرلمان - قيام يلتسين بإقالة وزارة كرينكو في ٢٣ أغسطس ، ودعوة تشيرنوميردين للقيام بمهام رئيس الوزراء .

٢٥ أغسطس أكبر انخفاض لسعر صرف الروبل خلال أربع سنوات - إعادة هيكلة الدين المحلي الروسي بشروط مجحفة للغاية يعتبرها المستثمرون الأجانب بمثابة إخلال بالوفاء بالتزامات .

٢٦ أغسطس قيام البنك المركزي الروسي بوقف تداول الروبل مقابل الدولار مؤقتا - موجات كبيرة من المودعين تتجه نحو البنوك لسحب ودائعها - عدد غير قليل من البنوك لا يستطيع رد هذه الودائع إلى أصحابها .

٢٨ أغسطس إيقاف تداول الروبل أمام الدولار نهائيا وإلى أجل غير مسمى - سعر الصرف الرسمي يظل عند مستوى ٩, ٧ روبل للدولار - التبادل في السوق غير الرسمي يتم عند ١٢ روبل للدولار - إعلان يلتسين عن بقاءه في السلطة حتى عام ٢٠٠٠ .

٣١ أغسطس بلغ مؤشر داو جونز ٧٥٣٩, ٠٧ نقطة ممثلا بذلك انخفاضا نسبته ٤, ١٢٪ مقارنة بمستوى أسعار نهاية يوم ٢٥ أغسطس ، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ٣, ١٩٪ مقارنة بمستوى الذروة في ١٧ يوليو. كذلك تدهور مؤشر الأسهم في بورصة كل من البرازيل وفنزويلا وانتقال العدوى إلى بقية دول أمريكا اللاتينية . ففي فنزويلا وصل مؤشر أسعار الأسهم في نهاية يوم ٣١ أغسطس إلى ٢, ٢٩٠٤ نقطة مقارنة

بمستوى ١٦, ٦٩١٧ نقطة في ١٥ مايو ١٩٩٨ وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥٨٪ ، في حين تبلغ نسبة الانخفاض ٦٣٪ إذا قورنت بذروة ٢٣ مارس ١٩٩٨ . ووصل مؤشر الأسهم في بورصة البرازيل إلى ٦٤٧٢ نقطة مقارنة بمستوى ٨٥٤٢ نقطة في ١٩ أغسطس ١٩٩٨ (انخفاض نسبته ٢٤٪) في حين كان مستوى المؤشر ١١٩٤٧ نقطة في ٣١ مارس ١٩٩٨ (انخفاض نسبته ٤٦٪) .

١- ٢ سبتمبر إعلان بيل كليتون في قمته مع يلتسين عن ضرورة دفع عجلة الإصلاح الاقتصادي الروسي - قيام الحكومة الماليزية بفرض بعض السياسات التي من شأنها تقييد تحرك رؤوس الأموال وفرض القيود على سعر صرف الرينجيت ، وتتمثل الإجراءات في قيود على المستثمرين الأجانب ومنع التداول أو إيداع الرينجيت خارج حدود ماليزيا ، وهو ما يعني عزل الاقتصاد المحلي عن الأزمة العالمية التي يتوسع مداها بصفة مستمرة ، وعلى كل العملة الماليزية العودة إلى حدود الوطن قبل الأول من أكتوبر. أضف إلى ذلك أن الإجراءات تشمل تقييد حجم العملة التي يمكن الخروج بها - قيام رئيس الوزراء الماليزي بطرد نائب رئيس الوزراء أنور إبراهيم . بدء سريان الإشاعات حول أزمات صناديق التحوط أو التغطية الاستثمارية وتعرها خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية .

٧- ٨ سبتمبر بورصة البرازيل ، وصول مؤشر البرازيل إلى ٥٨١٨ نقطة في ٨ سبتمبر مقارنة بمستوى ٦٤٧٢ نقطة في ٣١ أغسطس ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ١٠٪ ، في حين يصل الانخفاض إلى نسبة ٥٢٪ مقارنة بأعلى مستوى في مارس ، كما انخفض مؤشر أسعار الأسهم في فنزويلا وهونج كونج . سريان الإشاعات بأن أحد صناديق التحوط (التغطية) الاستثمارية وهو ( LTCM ) لونغ تيرم كابيتال منجمت قد خسر حوالي ٤٤٪ من أصوله في شهر أغسطس . قيام أربع صناديق أخرى من صناديق التحوط (التغطية) الاستثمارية بطلب معاملتها طبقا للفصل الحادي عشر من القانون الخاص بالحماية من الإفلاس ، أي الخاص بإعطاء مهلة لتفادي الإفلاس .

١٠- ١١ سبتمبر قيام يلتسين بترشيح بريماكوف لرئاسة الوزارة في ١٠ سبتمبر ، وموافقة الدوما (البرلمان) على الترشيح في ١١ سبتمبر - وصول الفرق بين أسعار الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية وسندات حكومات الدول الناشئة إلى ١٧٪ ، وهو ما يعني أن هذا الفرق قد تضاعف مقارنة بمستوى ١٥ أغسطس ، هذه الحقائق هي مؤشر حول توقف التداول في سوق أوراق الدين للدول الناشئة - قيام اليابان في ٩ سبتمبر بتخفيض سعر الفائدة لأول مرة منذ سنوات - وصول مؤشر داوجونز إلى ثاني أدنى نقطة له خلال عام ١٩٩٨ حيث وصل المؤشر إلى ٥, ٧٦١٥ نقطة يوم ١٠ سبتمبر، وهو ما يمثل انخفاضا - عن مستوى الذروة في ١٧ يوليو - نسبته ٤, ١٨٪ ، كذلك وصول مؤشر أسعار الأسهم في ١٠ سبتمبر في فنزويلا إلى أدنى نقطة له خلال الأشهر العشرة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٤٧٦١ نقطة ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٢, ١٨٪ عن مستوى ٨ سبتمبر، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ٦٠٪ مقارنة بالذروة في ٢٣ مارس ١٩٩٨ - وصول مؤشر أسعار الأسهم في البرازيل في ١١ سبتمبر إلى أدنى نقطة له خلال الأشهر العشرة الأولى من عام ١٩٩٨ حيث بلغ ٢٩, ٢٧٠٩ نقطة وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٧٪ عن مستوى ٣١ أغسطس ، في حين يصل الانخفاض نسبة ٥, ٦٥٪ مقارنة بمستوى الذروة في ٢٣ مارس ١٩٩٨.

١٤ - ١٥ سبتمبر إعلان كليتون أن الأزمة المالية الحالية هي أسوأ أزمة مالية منذ نصف قرن - بدء مفاوضات صندوق النقد الدولي والسلطات في البرازيل .

١٧- ١٨ سبتمبر إعلان شركة الكاتل Alcatel في فرنسا أن أزمة الأسواق الناشئة سوف تؤدي إلى تدهور أرباحها في النصف الثاني من عام ١٩٩٨ ، وإعلان شركة شل عن احتمال انخفاض أرباح النصف الثاني من عام ١٩٩٨ نتيجة للأزمة العالمية ، يترتب على هذين التصريحين تدهور أسواق الأسهم في كل من فرنسا وهولندا .

٢١ سبتمبر

إعلان صندوق النقد الدولي أن المخاطر الحقيقية التي تواجه الاقتصاد العالمي تكمن في عدم قيام اليابان بمواجهة مشكلات قطاعها المالي والمصرفي - الديون غير المنتظمة لدى البنوك قد تصل إلى ٢٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي - إعلان شركة EMI في إنجلترا أن الأزمة الآسيوية بجانب أزمة البرازيل سوف تؤدي إلى تخفيض أرباح النصف الثاني من عام ١٩٩٨ بنسبة ٢٠٪ ، وإعلان شركة فيليبس عن تدهور أوضاعها ، يؤدي كل من هذين التصريحين إلى تدهور الأسهم في سوق البلدين .

٢٣ سبتمبر

بنك الاحتياط الفيدرالي يدعو ١٤ بنكاً وبيت سمسرة إلى اجتماع عاجل من أجل ترتيب برنامج إنقاذ لبنك التحوط (التغطية) الاستثماري المعروف باسم لونج تيرم كابيتال منيجمنت (LTCM) حيث يصل برنامج الإنقاذ إلى ٦ , ٣ بليون دولار أمريكي ، وذلك منعاً للآثار الجانبية لإفلاس هذا الصندوق على البنوك الأمريكية والأوروبية نظراً لإقراض العديد من البنوك والمؤسسات المالية لهذا الصندوق - يبلغ رأس مال الصندوق حوالي ٣ , ٢ بليون دولار في حين وصلت أصوله إلى ٢٠٠ بليون دولار ، ومن هنا لعب الإقراض (الائتمان) دوراً كبيراً في تمويل عمليات الصندوق - لم تقتصر المشاركة في برنامج الإنقاذ على البنوك الأمريكية ولكن العديد من البنوك الأوروبية ساهم في برنامج الإنقاذ منعاً للآثار الجانبية لاستفحال الأزمة ، على سبيل المثال بنك باري با ، وسوسيتي جنرال ، و دويتش بنك ؛ شارك الثلاثة في برنامج الإنقاذ .

٢٤ - ٢٦ سبتمبر تحذير محافظ البنك المركزي الأمريكي (بنك الاحتياط الفيدرالي) من مخاطر تأثير الأزمة العالمية على الاقتصاد الأمريكي من خلال تدهور أسعار الأسهم - تردد البنوك في الإقراض - وتراجع تدفق الأموال - إعلان بنك الاتحاد السويسري (يونيون بنك أوف سويتزرلاند UBS) عن شطب ما مقداره ٩٥٠ مليون فرنك سويسري (٦٨٣ مليون دولار

أمريكي) من استثماراته في صندوق التحوط الاستثماري (LTCM)، بنك كريدي سويس يعلن عن خسارة قدرها ٥٥ مليون دولار من استثماراته في (LTCM)، تصل خسارة بنك درزدن إلى ٢٤٠ مليون مارك ألماني (٦, ١٤٢ مليون دولار) - الحكومة البريطانية تطلب من ٥٥ مؤسسة مالية وبنكا ضرورة الإفصاح عن مدى انكشافها إلى صندوق التحوط (التغطية) الاستثماري (LTCM).

٥ أكتوبر

انخفاض أسعار أسهم بنك LTCB (لونج تيرم كريدت بنك) الياباني بنسبة ٩٠٪ منذ يناير ١٩٩٨ وحتى اليوم - احتمال قيام الحكومة اليابانية بتأميم البنك بناء على طلبه، يحتاج البنك إلى ٧ بليون دولار لمواجهة ديونه غير المنتظمة. أما بنك فيوجي فيتحمل أعباء ديون غير منتظمة بلغت ١٧ بليون دولار، في حين تبلغ الديون غير المنتظمة في بنك ساكورا حوالي ١١ بليون دولار، أما بنك نيبون كريدت فهو مدين بحوالي ١,٥ بليون دولار لتسع شركات تأمين وفي حاجة ماسة لإعادة جدولة ديونه.

٦ أكتوبر

إحدى أكبر الشركات الاستثمارية في الصين - وهي الشركة المدونة باسم جوانج دونج انترناشيونال انفسمنت كوربوريتسن GITIC - توقفت عن الوفاء بالتزاماتها بالنسبة لسندات دولية أصدرتها، كان التوقف عن الدفع بالنسبة للفوائد البالغة ٨,٧٥ مليون دولار على سندات قدرها ٢٠٠ مليون دولار. وقد أثار هذا الحدث التساؤل حول مدى مساندة الحكومة الصينية لهذه الشركات ووقوفها وراء مديونياتها - تبلغ مديونية الشركات العملاقة الصينية حوالي ١٠٠ بليون دولار هونج كونجي أي ١٣,٣٥ بليون دولار أمريكي.

١٤ أكتوبر

قيام بنك أوف أمريكا بتوفير مخصصات قدرها ٤,١ بليون دولار أمريكي مقابل خسارة في قطاع الائتمان في الربع الثالث نتيجة للأزمة المالية.

١٥ أكتوبر

موافقة البرلمان الياباني على برنامج لإنقاذ البنوك قدره ٦٠ ترليون ين أو ما يعادل ٥٠٠ بليون دولار (١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي) - هذا البرنامج مخصص في الأساس لأكثر ١٩ بنكاً في اليابان توفر حوالي ٧٠٪ من جملة

الإقراض - الموافقة على إعادة بناء القاعدة الرأسمالية لمصرفيين أساسيين  
والموافقة على تأميم بنك LTCB .

١٣ نوفمبر إعلان مؤسسة سودي أن اقتصاديات آسيا سوف تنحدر إلى انكماش أعمق  
مما هو عليه الحال الآن ، ثم تبدأ بعد ذلك في الصعود بشرط إجراء  
الإصلاحات الهيكلية المطلوبة وإصلاح الجهاز المصرفي .

١٤ نوفمبر إعلان صندوق النقد الدولي عن برنامج إنقاذ للبرازيل يبلغ ٤١ بليون  
دولار، وهو بكل المقاييس أكبر مما تحتاجه البرازيل ، يبلغ نصيب  
الصندوق فيه ١٨ مليون دولار ، و ٥ ، ٤ بليون دولار من كل من البنك  
الدولي وبنك الأمريكتين و ٥ ، ١٤ بليون دولار من حكومات وبنوك  
مركزية تم توفيرها من خلال بنك التسويات الدولية ، وسوف تتم الموافقة  
على قرض الصندوق في الأيام الأولى من ديسمبر حيث يتم توفير ٣ ، ٥  
بليون دولار فوراً .

٢٨ نوفمبر اجتماع قمة التعاون الاقتصادي بين آسيا والباسفيك APEC في ماليزيا .  
بيان القمة يهتم بموضوع البنوك والشركات (وحدات قطاع الأعمال)  
المدينة ويعتبرها قضية حيوية لا بد من تركيز الجهود بالنسبة لها وإنائها  
على وجه السرعة - المناقشات في القمة تشير إلى إجحاف بعض  
مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية .

## هوامش الفصل الأول

١ - لتفصيل مراحل عولمة النشاط الإنتاجي والنشاط المالي ، انظر: د. عمرو محي الدين «اقتصاديات التنمية وظاهرة العولمة» ، محاضرة ألقى في كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة عام ١٩٩٧ . وانظر كتابنا القادم «اقتصاديات التنمية في دول العالم الثالث وظاهرة العولمة» ١٩٩٩ ، انظر أيضا . . . . .

Andrew Mullinex: "International Banking and Financial Systems: A Comparison" Graham & Trotman, London 1987.

٢ - انظر The CATO Journal, Vol. 17, A. Greenspan: "The Globalization of Finance". The CATO No.3, October 14th 1997 .

٣ - انظر Martin Khor: "SEA Currency Turmoil Renews Concern on Financial Speculation", Third World Resurgence, Issue No. 86, October 1997.

انظر أيضا IMF: "World Economic Outlook", Washington DC, May 1997.  
٤ - 93 BIS: "62nd Annual Report", April 1991 - March 1992. Basle, June 1992, PP - 94.

٥ - BIS: "68 th Annual Report", March 1997 - April 1998, Basle, June 1998.  
انظر أيضا IMF: "International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues, Washington DC, September 1996.

٦ - هذه البيانات تم الحصول عليها من BIS: 68th Annual Report, March 1997 - April 1998. Basle, June 1998.

OECD: World Economic Outlook, June 1998.

ومن الصحف والمجلات التالية : Finaicial Times, Wall Street Journal, The Economist, International Herald Tribune, Business Week, News Week.

## الفصل الثاني أبعاد الأزمة

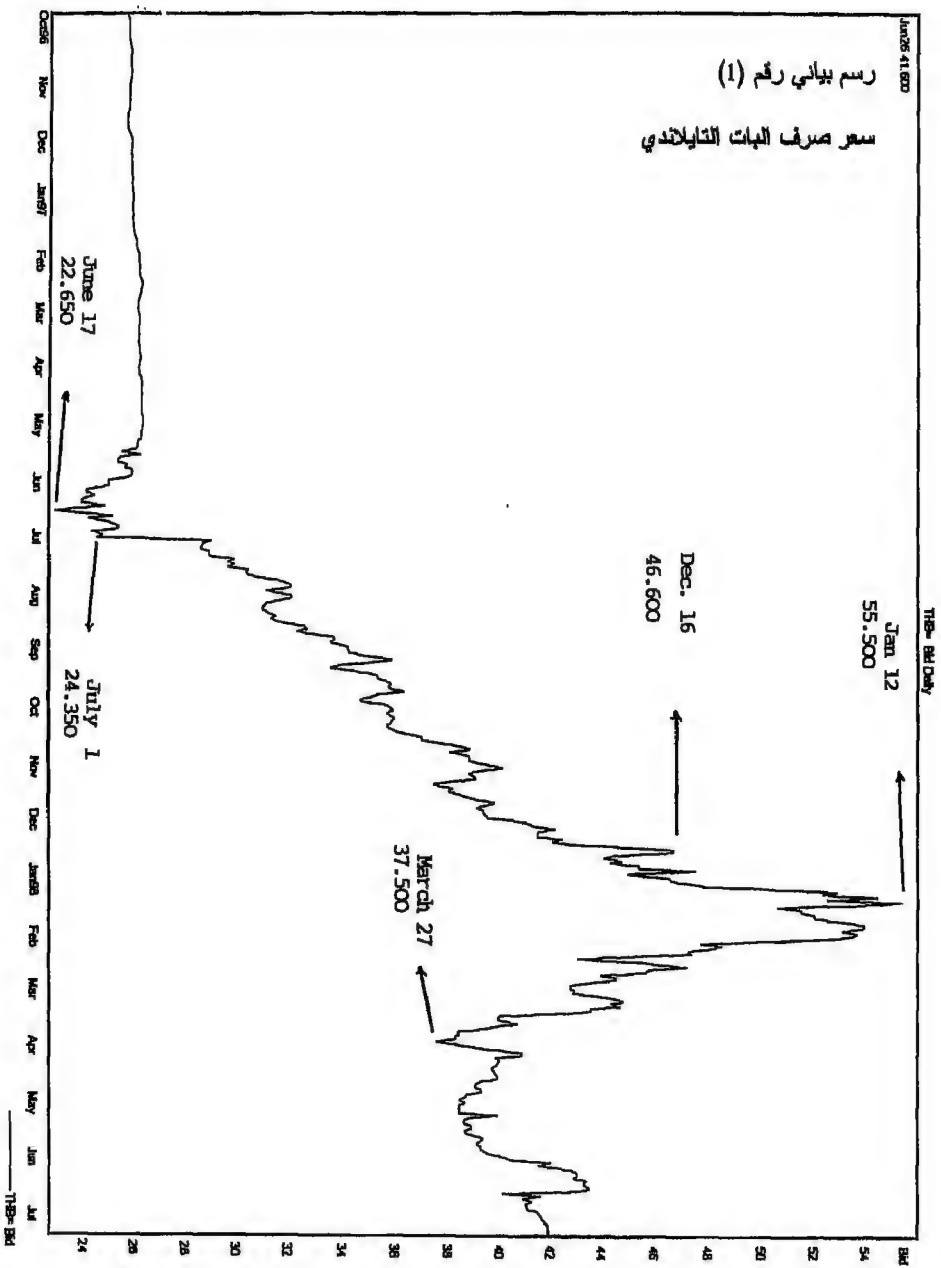
تعرضنا في الفصل السابق إلى انفجار الأزمة ، وإلى طبيعة البيئة العالمية السائدة عند حدوث هذا الانفجار ، ثم إلى تسلسل أحداث هذه الأزمة خلال عامي ١٩٩٧ و١٩٩٨ ، ونحاول فيما يلي التعرف على أبعاد هذه الأزمة في الدول الآسيوية التي انفجرت فيها وهي دول جنوب شرق آسيا بالإضافة إلى كوريا الجنوبية . وسوف نشير إلى هذه الأبعاد بصورة عامة حيث إن الصورة التفصيلية سوف يتم التعرض إليها عند مناقشة أسباب الأزمة ومظاهرها .

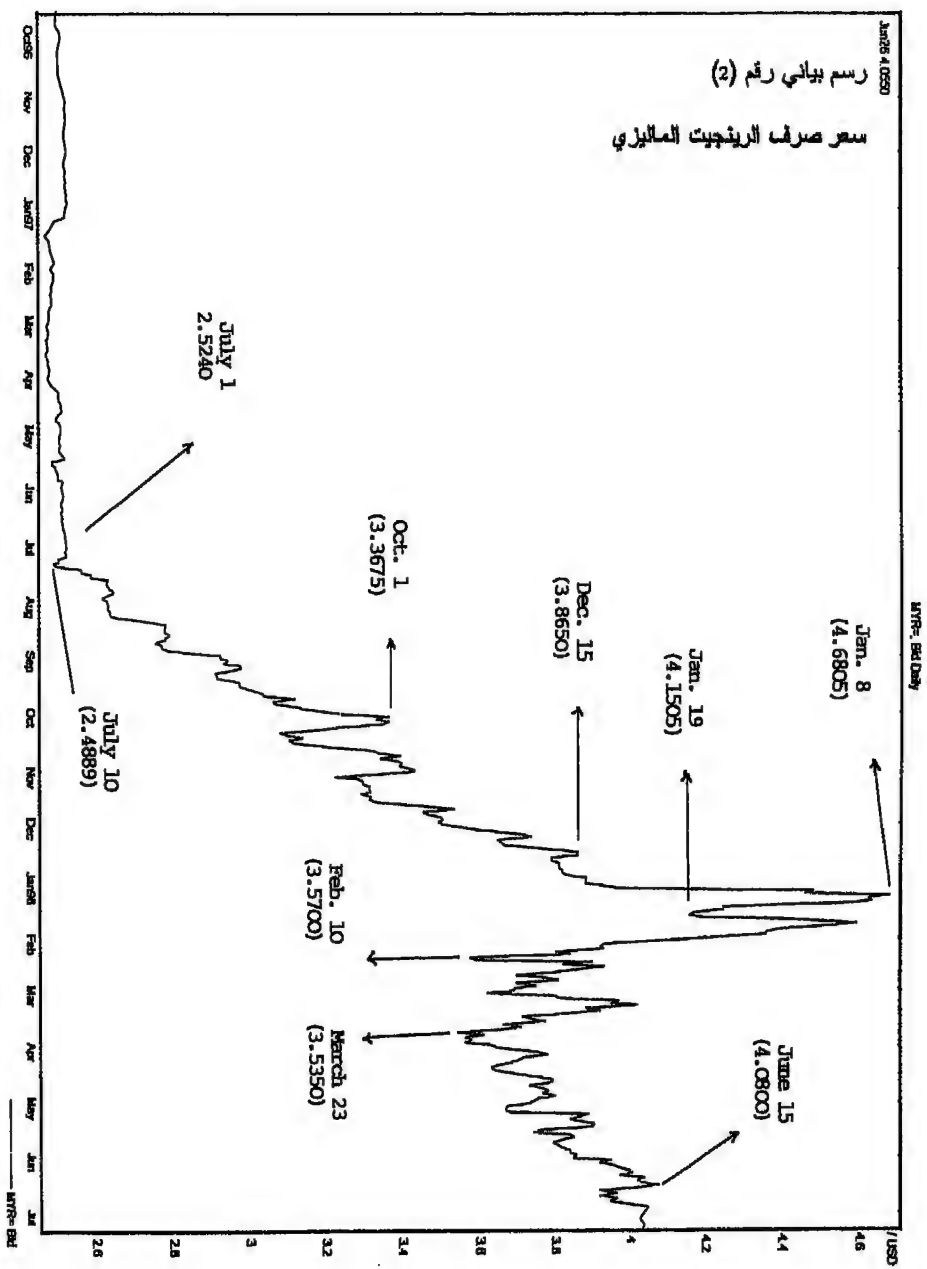
بلغ سعر صرف البات التايلاندي ٣٥, ٢٤ للدولار في الأول من يوليو ١٩٩٧ ، وقد ترتب على فك ارتباط البات بالدولار الأمريكي في الثاني من يوليو ١٩٩٧ بدء مسيرة انحدار سعر صرف البات حيث بلغ في ١٦ ديسمبر ١٩٩٧ ٤٦, ٦ بات للدولار ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٩١, ٣٪ عن المستوى السائد في ١ يوليو ١٩٩٨ ، وقد استمرت مسيرة التدهور حتى بلغ سعر صرف البات ٥٥, ٥ بات للدولار الأمريكي في ١٢ يناير ١٩٩٨ وهو أدنى سعر وصل له البات خلال الفترة محل الدراسة ، حيث يمثل انخفاضا نسبته ١٢٧, ٩٪ عن مستوى سعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمة ، وقد بدأ سعر صرف البات في التحسن منذ ذلك التاريخ وإن كان قد تأرجح صعودا وهبوطا ، وقد وصل إلى أعلى مستوى له في ٢٧ مارس ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٣٧, ٥ بات للدولار ، وهو ما يمثل ارتفاعا نسبته ٣٢, ٥٪ عن أدنى نقطة

إليها في يناير ١٩٩٨ ، وإن كان ما زال دون مستوى ١ يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٥٤٪ .  
(انظر الرسم البياني رقم ١) .

أما الرينجيت الماليزي فقد بلغ سعر صرفه أمام الدولار في الأول من يوليو ٢,٥٢ ريـنجيت للدولـار الأمريكي ، ولم يتأثر في الأيام الأولى للأزمة حيث بلغ سعر صرف الريـنجيت أمام الدولار في ١٠ يوليو ١٩٩٧ مبلغا وقدره ٤٦ , ٢ ريـنجيت للدولـار الأمريكي . ذلك أن السلطات النقدية الماليزية حاولت الدفاع عن سعر صرف الريـنجيت أمام تصاعد الضغوط عليه ، وقد بدأ انخفاض سعر صرف الريـنجيت في ١٤ يوليو ١٩٩٧ واستمرت موجة الانخفاض حتى بلغ ٣,٣٧ ريـنجيت للدولـار الأمريكي في الأول من أكتوبر ١٩٩٧ وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٣٣,٧٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ ، وقد استمر انحدار سعر صرف الريـنجيت بمعدلات بطيئة في البداية ثم بمعدلات متسارعة حيث بلغ سعر صرف الريـنجيت في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ مبلغ ٨٦,٣ ريـنجيت للدولـار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥٣,٥٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . وقد استمرت عملية النزول حتى وصل سعر صرف الريـنجيت أدنى نقطة له في ٨ يناير ١٩٩٨ حين بلغ سعر صرفه ٦٨,٤ ريـنجيت للدولـار الأمريكي ، ويعني ذلك انخفاضا في سعر صرف الريـنجيت نسبته ٨٥,٧٪ مقارنة بالمستوى السائد في اليوم السابق على انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ . وقد اتجه سعر صرف الريـنجيت الماليزي نحو التحسن منذ ذلك الوقت حتى بلغ ٣,٥٣ ريـنجيت للدولـار الأمريكي في ٢٣ مارس ١٩٩٨ ، إلا أنه عاود الانخفاض مرة أخرى ليصل إلى ٤,٠٨ ريـنجيت للدولـار في ١٥ يونيو ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٦٢٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . (انظر الرسم البياني رقم ٢) .

أما البيزو الفلبيني فقد بلغ سعر صرفه في ١ يوليو ١٩٩٧ ٢٦,٣٥ بيزو للدولـار الأمريكي ، ولم يبدأ سعر صرف البيزو في التدهور إلا منذ الحادي عشر من يوليو ١٩٩٧ حيث بدأ مرحلة الانخفاض ، إذ بلغ في ٨ أكتوبر ١٩٩٧ ٣٥,٢٥ بيزو للدولـار الأمريكي وهو يعكس انخفاضا نسبته ٣٣,٨٪ عن المستوى السائد قبل انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ ، وقد استمر تدهور سعر صرف البيزو الفلبيني وبشكل حاد حتى وصل إلى ٤٠,٥ بيزو للدولـار في ١٦ ديسمبر ، واستمرت رحلة التدهور حتى بلغ أدنى





نقطة له في ٦ يناير ١٩٩٨ حيث بلغ سعر صرف البيزو الفلبيني ٢,٤٥ بيزو للدولار ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥,٧١٪ عن مستوى سعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ . وقد بدأ سعر صرف البيزو الفلبيني في التحسن وإن كان مسار هذا التحسن قد شابه الكثير من التذبذبات ، فقد وصل في ٢٤ مارس ١٩٩٨ ٨,٣٦ بيزو للدولار وهو ما يمثل تحسنا نسبته ٦,١٨٪ عن أدنى نقطة له في ٦ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٦,٣٩٪ . وقد اتجه سعر صرف البيزو نحو النزول منذ ذلك التاريخ وإن كان سعر صرفه قد تأرجح كثيرا حتى وصل إلى ٣,٤٢ بيزو للدولار ، وهو وإن كان يمثل تحسنا عن مستوى ٦ يناير ١٩٩٨ ( أدنى نقطة له ) ، إلا أنه مازال منخفضا وبشكل حاد عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٥,٦٠٪ . ( انظر الرسم البياني رقم ٣ ) .

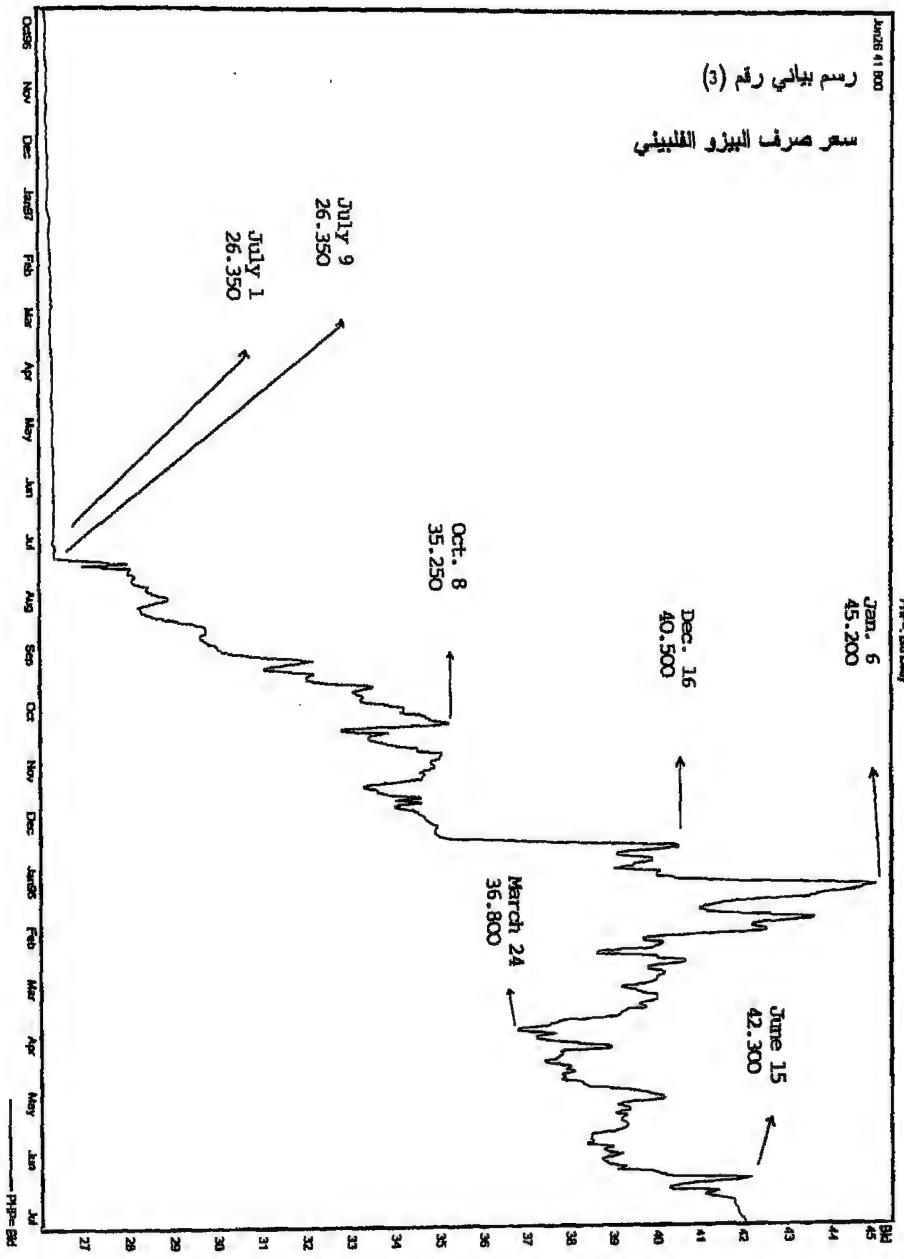
أما الروبية الإندونيسية فقد قامت السلطات الإندونيسية بتوسيع نطاق تحركها صعودا وهبوطا من ٨٪ إلى ١٢٪ إلا أن ذلك لم يُجِد حيث اتجه سعر صرفها إلى التدهور وإن كان ذلك بمعدلات بطيئة في البداية ، إذ بدأ الانحدار شديدا وحادا منذ شهر أكتوبر ونوفمبر وتزايدت سرعة الانحدار في ديسمبر حتى وصل سعر صرف الروبية في ٨ يناير ١٩٩٨ إلى ١٠٠٠٠ روبية للدولار وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٣١١٪ عن مستوى سعر صرف الروبية السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ ، وهو اليوم السابق على انفجار الأزمة . واستمرت مسيرة الهبوط الحاد ليلبلغ سعر صرف الروبية الإندونيسية ١٤٥٥٠ روبية للدولار الأمريكي في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، وهو يشير إلى انخفاض نسبته ٤٩٨,٥٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٨ . وقد اتجه سعر صرف الروبية إلى التحسن منذ ذلك الوقت حتى بلغ ٧٤٠ روبية للدولار في ١٣ إبريل ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل تحسنا كبيرا بالمقارنة بالمستوى الذي وصلت إليه الروبية الإندونيسية في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، إلا أن الضغوط على الروبية تصاعدت منذ ذلك الوقت وعاد سعر صرفها أمام الدولار إلى الهبوط بشكل حاد حتى بلغ سعر صرف الروبية الإندونيسية أمام الدولار الأمريكي في ١٦ يونيو ١٩٩٨ - ١٥٢٠٠ روبية للدولار وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٤٠٥٪ عن المستوى المتدني الذي وصلت إليه في ٢٣ يناير ١٩٩٨ ، في حين تصل نسبة الانخفاض إلى ٥٢٥٪ مقارنة بالمستوى السائد في الأول من يوليو ١٩٩٧ ( انظر الرسم البياني رقم ٤ ) .

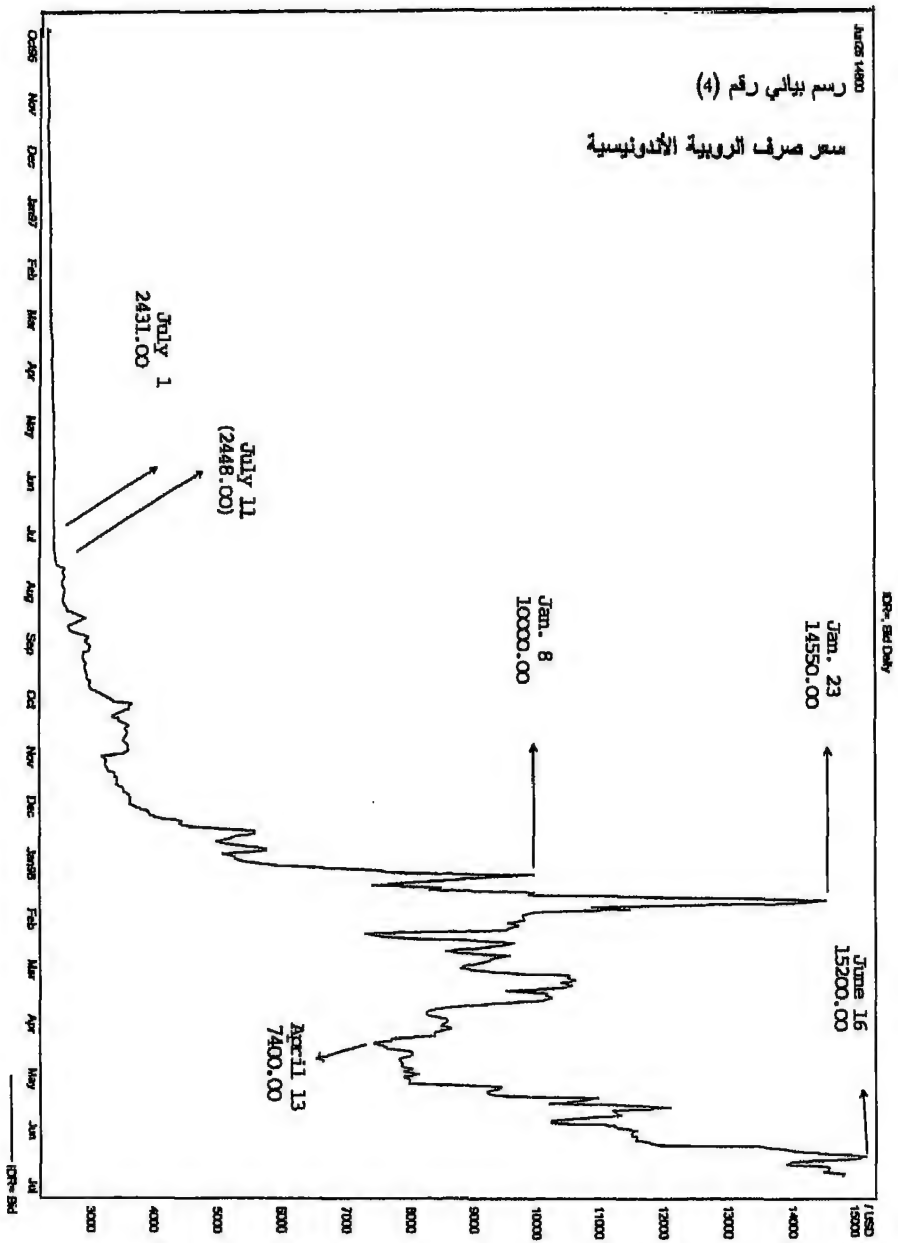
Jan 64 41.800

رسم بياني رقم (3)

سعر صرف الدولار الفلسطيني

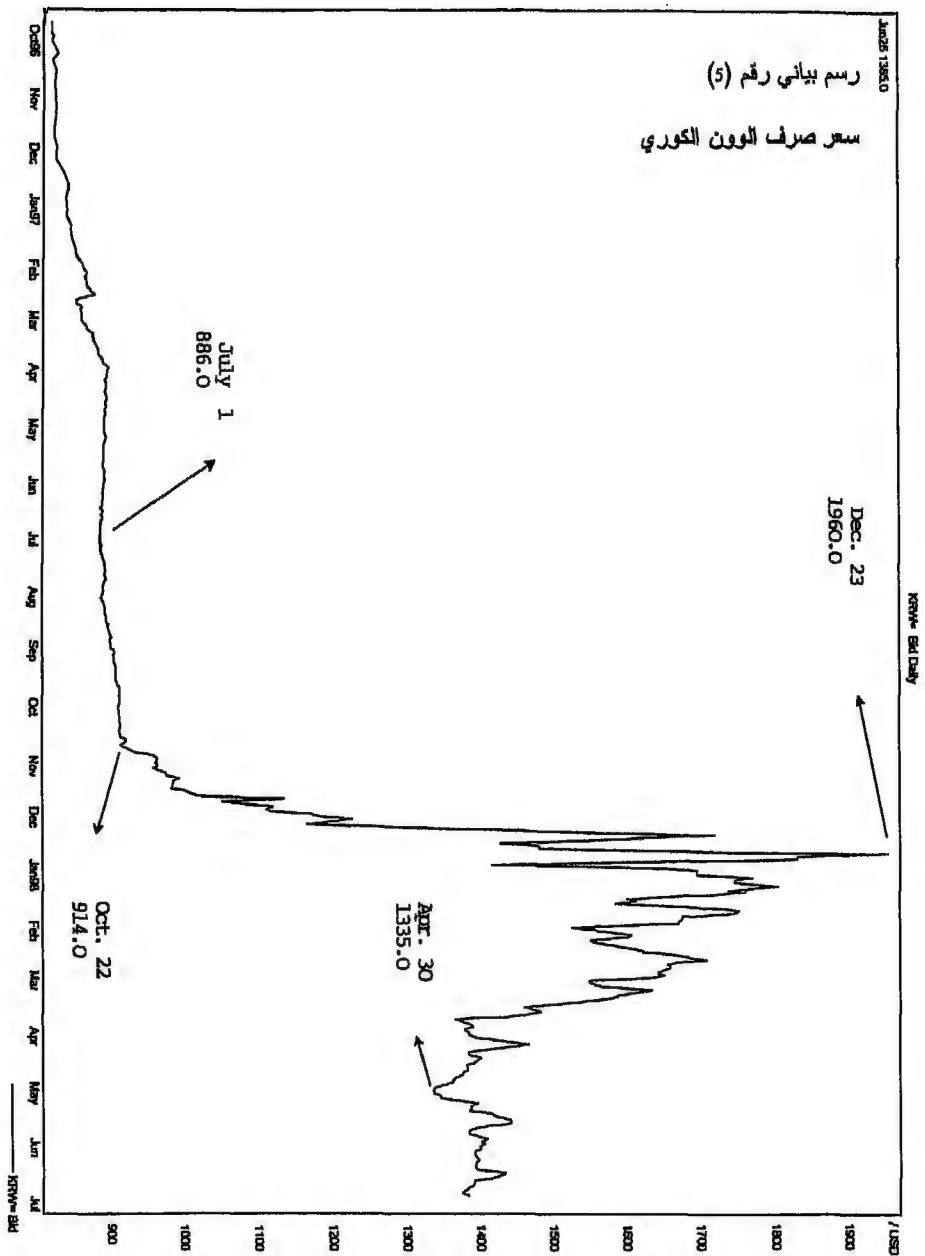
Price, Bd/Daily





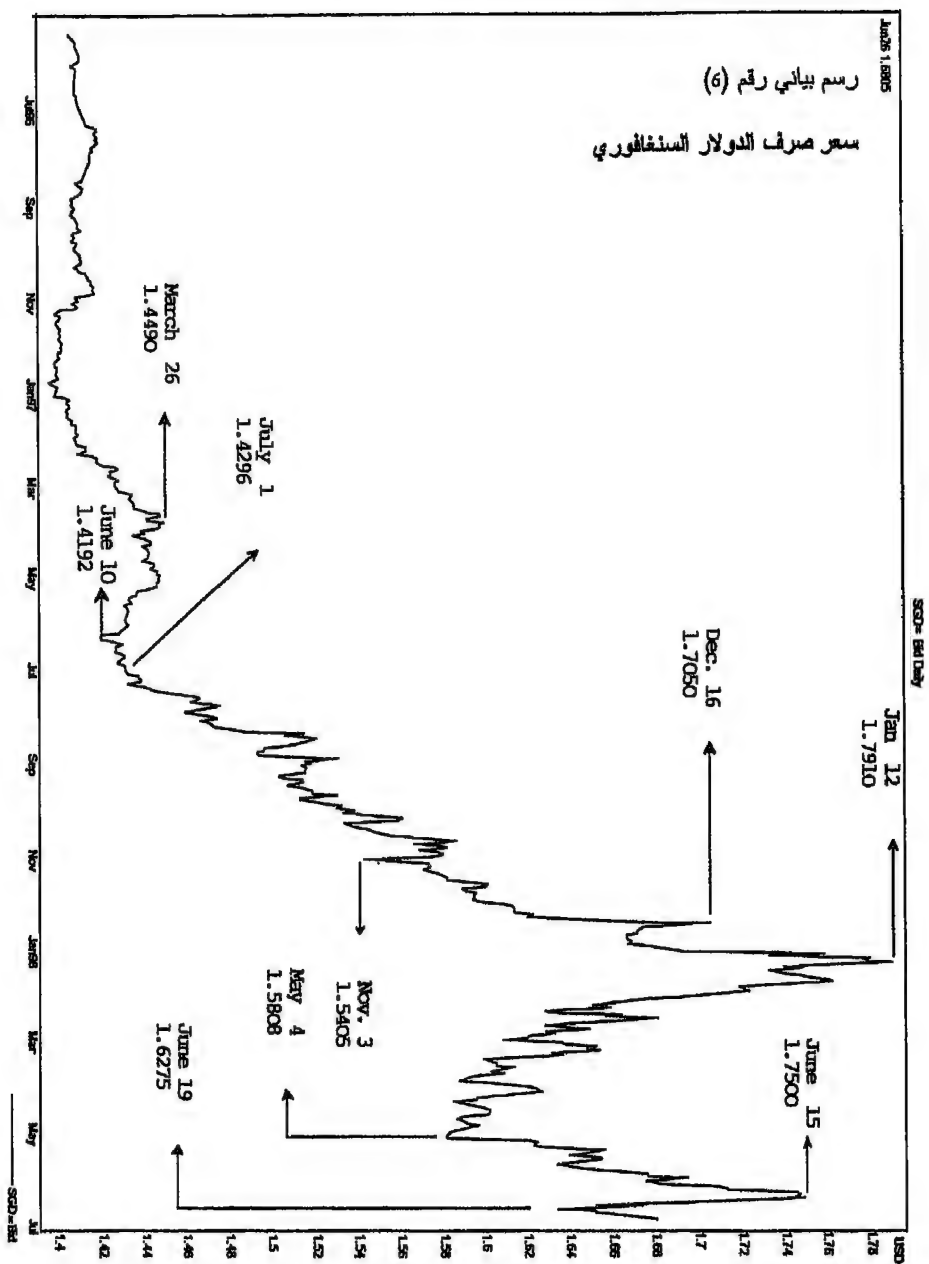
أما الوون الكوري فقد بلغ سعر صرفه ٨٨٦ وون للدولار الأمريكي في الأول من يوليو ١٩٩٧ . ولم يتعرض الوون الكوري للهزات العنيفة ذاتها التي تعرضت لها عملات دول جنوب شرق آسيا الأخرى ، حيث ظل سعر صرف الوون يتسم بالثبات النسبي مع تعرضه لانخفاض طفيف ، إذ بلغ سعر صرفه في ٢٢ أكتوبر - أي بعد مرور ما يقارب أربعة شهور من بداية الأزمة - ٩١٤ وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضاً نسبته ٣,٢٪ مقارنة بسعر الصرف السائد في ١ يوليو ١٩٩٧ . ومنذ نهاية أكتوبر ١٩٩٧ بدأ سعر صرف الوون الكوري في التدهور وبمعدلات سريعة وبشكل حاد ليصل إلى أدنى نقطة له في ٢٣ ديسمبر ١٩٩٧ حيث بلغ ١٩٦٠ وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما يشير إلى انخفاض نسبته ١٢١٪ مقارنة بالمستوى السائد في الأول من يوليو ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمة بيوم واحد . ونتيجة للعديد من الإجراءات الاقتصادية الخاصة بمعالجة مديونية الجهاز المصرفي بجانب الاتفاق مع الصندوق والبنوك العالمية منذ بدأ تحسن سعر صرف الوون منذ نهاية ديسمبر ، بدأت مسيرة التحسن البطيء وإن كان قد شابها العديد من التقلبات ليصل سعر صرف الوون الكوري في نهاية إبريل - ٣٠ إبريل ١٩٩٨ - إلى ١٣٣٥ وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما زال يمثل انخفاضاً كبيراً نسبته ٥٠,٦٪ عند مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ (انظر الرسم البياني رقم ٥) .

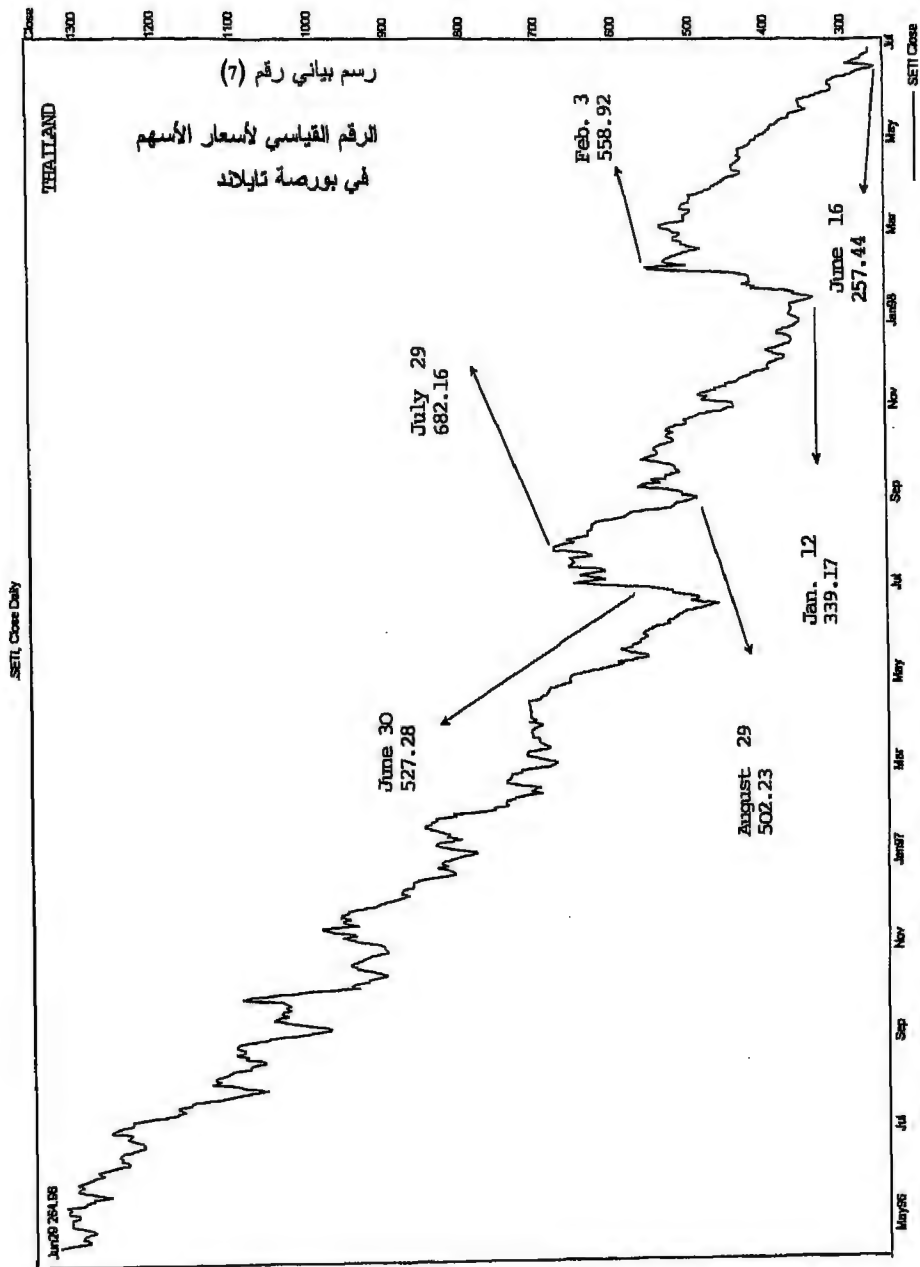
أما الدولار السنغافوري فقد بلغ سعر صرفه ٤,١٩ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي وذلك في ١ يوليو ١٩٩٧ ، وقد تعرض الدولار السنغافوري للضغوط التي تعرضت لها عملات دول جنوب شرق آسيا الأخرى ، وإن كان بدرجة تقل كثيراً نظراً للظروف المالية والاقتصادية التي تتمتع بها سنغافورة . فقد تدهور سعر صرف الدولار السنغافوري منذ الثاني من يوليو ١٩٩٧ ليصل إلى ٥,٤١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي في ٣ نوفمبر ١٩٩٧ ، واستمر الدولار السنغافوري في نزوله حتى وصل إلى ١,٧١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي في ١٦ ديسمبر ١٩٩٧ ، وهو ما يمثل انخفاضاً نسبته ١٩,٢٪ عن المستوى الذي كان سائداً في الأول من يوليو ١٩٩٧ . وقد استمر هذا التدهور ليصل سعر صرف الدولار السنغافوري إلى أدنى نقطة له في ١٢ يناير ١٩٩٨ حيث بلغت قيمته ١,٧٩١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي ، وهو يشير بذلك إلى انخفاض نسبته ٢٥٪ عن المستوى السائد في



اليوم السابق على انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧. وقد بدأ تحسن الدولار السنغافوري ، وإن كان قد تعرض لعدد من التذبذبات ، إلا أنها تذبذبات لم تعوق الاتجاه العام للتحسن ، حيث وصل سعر صرف الدولار السنغافوري إلى ١,٥٨١ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي في ٤ مايو ١٩٩٨ ، وهو ما يمثل تحسناً واضحاً مقارنة بالوضع في ١٢ يناير ١٩٩٨ . وإن كان ما زال دون مستواه في الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٦,١٠٪ ، وقد عاود الدولار السنغافوري الهبوط مرة أخرى ليصل في منتصف يونيو ١٩٩٨ إلى ١,٧٥٠ دولار سنغافوري مقابل الدولار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضاً نسبته ١٠,٧٪ عن مستوى سعر الصرف السائد في ٤ مايو ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٤,٢٢٪ . (انظر الرسم البياني رقم ٦).

أما أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا فقد أصابها الانهيار هي الأخرى ، وإن كان الاتجاه النزولي قد بدأ قبل بدء تدهور سعر صرف العملات بفترة زمنية يختلف طولها أو قصرها من دولة إلى أخرى كما سنرى فيما بعد . إذ يشير مؤشر أسعار الأسهم في بورصة تايلاند إلى أن الاتجاه النزولي لهذا المؤشر قد بدأ منذ يونيو ١٩٩٦ واستمر هذا الاتجاه العام حتى بلغ أدناه في مايو ١٩٩٧ حيث عاود الارتفاع مرة أخرى ليصل إلى ٢٨,٥٢٧ نقطة في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، واستمر الاتجاه الصعودي حتى وصل ذروته في ٢٩ يوليو ١٩٩٧ حيث بلغ المؤشر ٦٨٢,١٦ نقطة . ومنذ ذلك التاريخ بدأ انهيار السوق وبشكل حاد واستمر تدهور مؤشر الأسهم ليصل إلى ١٧,٣٣٩ نقطة وهو ما يمثل انخفاضاً نسبته ٣,٥٠٪ عن مستوى الذروة في ٢٩ يوليو ، بينما يمثل الانخفاض نسبة ٧,٣٥٪ مقارنة بمستوى المؤشر في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ أي قبل انفجار الأزمة بيومين في ٢ يوليو ١٩٩٧ . وإذا كان نشاط سوق الأسهم قد تسارعت وتأثره بعد ذلك ولفترة زمنية قصيرة ليصل مؤشر الأسهم في ٣ فبراير ١٩٩٨ إلى ٥٥٨,٩٢ نقطة ، إلا أنه عاود التدهور مرة أخرى وبشكل واضح حتى منتصف يونيو ١٩٩٨ ، حيث بلغ مؤشر أسعار الأسهم في بورصة تايلاند في ١٦ يونيو ١٩٩٨ ٤٤,٢٥٧ نقطة أي ما يعكس انخفاضاً نسبته ٣,٦٢٪ عن مستوى الذروة في ٢٩ يوليو ١٩٩٧ ، كما ينخفض بنسبة ١,٥١٪ عن المستوى السائد في ٣٠ يونيو ١٩٩٧ . (انظر الرسم البياني رقم ٧)





أما بورصة كوالالمبور فقد بدأ التدهور فيها قبل بدء تدهور سعر صرف الرينجيت الماليزي كما يوضح ذلك الرسم البياني لتحركات مؤشر أسعار الأسهم في البورصة الماليزية. وقد بلغ مؤشر الأسهم في البورصة المذكورة ٩، ١٠٧٨ نقطة في ١ يوليو ١٩٩٧، وقد حقق المؤشر ارتفاعا طفيفا في يوليو ثم بدأ رحلة الهبوط ليصل في ٤ سبتمبر ١٩٩٧ إلى ١٢، ٧٣١ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣، ٣٢٪ مقارنة بمستوى الأول من يوليو ١٩٩٧. وإذا كانت حركة مؤشر الأسهم قد شابهت العديد من التقلبات الحادة إلا أن الاتجاه العام كان نزوليا، وقد استمر التدهور والانحدار حتى بلغ في ١٢ يناير ١٩٩٨ - ٥٧، ٤٧٧ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٧، ٣٤٪ عن مستوى ٤ سبتمبر ١٩٩٧، وإن كان الانخفاض يبلغ نسبة ٨، ٥٥٪ مقارنة بالمستوى السائد في ١ يوليو ١٩٩٧. وقد حقق النشاط في بورصة كوالالمبور حركة صعودية في مؤشر أسعار الأسهم حيث بلغ ذروته في ٢٧ فبراير ١٩٩٨ مسجلا بذلك ٣٦، ٧٤٥ نقطة، وهو ما يزيد بنسبة ٥٦٪ عن مستوى ١٢ يناير ١٩٩٨ إلا أنه مازال دون مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٣١٪ وهو اليوم السابق على نشوء الأزمة. وقد شاهد سوق الأصول المالية تدهورا واضحا بعد ذلك وبشكل حاد حتى بلغ ٨٤، ٤٣٥ نقطة في ١٦ يونيو ١٩٩٨ وهو أدنى نقطة حققها هذا المؤشر خلال الفترة محل الدراسة، ويمثل ذلك انخفاضا نسبته ٧، ٥٩٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧، في حين يبلغ الانخفاض نسبة ٥، ٤١٪ عن مستوى ذروة ٢٧ فبراير ١٩٩٨. (انظر الرسم البياني رقم ٨).

وشهد سوق الأوراق المالية في الفلبين اتجاها نزوليا هو الآخر منذ بداية عام ١٩٩٧، وقد استمر هذا الاتجاه بصورة عامة حتى أوائل يونيو ١٩٩٧ حيث تولد اتجاه صعودي استمر حتى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ إذ بلغ مؤشر أسعار الأسهم في بورصة الفلبين ٢، ٢٨٠٩ نقطة. وقد بدأ تدهور السوق منذ ذلك الوقت مع تذبذبات طفيفة إلى أعلى حتى وصل مؤشر سوق الأسهم إلى ٤، ١٩٥٠ نقطة في ٢ سبتمبر ١٩٩٧، ويكون بذلك قد سجل انخفاضا نسبته ٦، ٣٠٪ مقارنة بالمستوى السائد في ٣٠ يونيو، واستمر هذا الاتجاه النزولي حتى وصل مؤشر أسعار الأسهم في ٩ يناير ١٩٩٨ إلى ١٥١٨ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٤٦٪ مقارنة بالمستوى السائد قبل انفجار الأزمة في ٣٠ يونيو ١٩٩٧، وتمثل هذه القيمة لمؤشر أسعار الأسهم أدنى قيمة حققها خلال الفترة محل



الدراسة ، حيث بدأ منذ ذلك التاريخ اتجاهها صعوديا بلغ ذروته في ٢٥ مارس ١٩٩٨ حيث وصل مؤشر الأسهم إلى ٤ ، ٢٣١١ نقطة محققا بذلك زيادة نسبتها ٥٢ ، ٣٪ مقارنة بمستوى أدنى نقطة في ٩ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بنسبة ١٧ ، ٧٪ . وقد بدأت حركة النشاط في التراجع واتجه المؤشر نحو النزول بمعدلات سريعة حتى وصل في ٢٢ يونيو ١٩٩٨ إلى ٦٩ ، ١٦٨٩ نقطة ، مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣٩ ، ٨٪ مقارنة بمستوى نهاية يوم ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، (انظر الرسم البياني رقم ٩) .

وسجل سوق الأسهم في جاكرتا (إندونيسيا) انخفاضا حادا منذ نهاية يونيو وأوائل يوليو ١٩٩٧ ، ففي ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بلغ مؤشر أسعار الأسهم في السوق ٥٥٦ ، ٧٢٤ نقطة ، وبدأ هذا المؤشر بالانحدار بشكل حاد إلى أن بلغ ٩٦٩ ، ٤٨٥ نقطة في الأول من سبتمبر ١٩٩٧ مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ٣٣٪ عن المستوى السائد في ٣٠ يونيو ، وإذا كان شهر سبتمبر ١٩٩٧ قد شهد اتجاهها إلى أعلى لهذا المؤشر أي أنه عاد للهبوط وبسرعة حتى بلغ أدنى نقطة له في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ حيث سجل مؤشر أسعار الأسهم في بورصة جاكرتا ٥٣٦ ، ٣٣٩ نقطة ، بما يعني انخفاضا نسبته ٥٣ ، ١٪ مقارنة بالمستوى السائد في نهاية يونيو ١٩٩٧ ، وهكذا حققت بورصة جاكرتا خسارة تزيد عن ٥٠٪ من القيمة السوقية للأسهم المسجلة بها . وقد سجل مؤشر الأسهم اتجاهها صعوديا منذ أوائل يناير ١٩٩٨ حتى وصل إلى ١٠٧ ، ٥٥٤ نقطة في ٢ فبراير ١٩٩٨ محققا بذلك زيادة نسبتها ٦٣ ، ٢٪ مقارنة بأدنى نقطة وصل إليها في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ ، وإن كان مازال دون مستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ بنسبة ٢٣ ، ٥٪ . وإذا كان مؤشر الأسهم قد اتجه نحو الهبوط منذ الثاني من فبراير ١٩٩٨ إلا أنه عاود الصعود مرة أخرى ليصل إلى ذروة أخرى في ٢٧ مارس ١٩٩٨ حيث وصل المؤشر إلى ٥٩٨ ، ٥٤٢ نقطة ، إلا أن قوى الدفع إلى أسفل كانت أقوى ، فاتجه المؤشر نحو الانحدار وبحدة شديدة حتى وصل إلى ٩١٨ ، ٣٨٨ نقطة في ١٨ مايو ١٩٩٨ وهو ما يشير إلى انخفاض نسبته ٤٦ ، ٣٪ مقارنة بمستوى ٣٠ يونيو ١٩٩٧ ، وإن كان يزيد عن أدنى نقطة حققها المؤشر (في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧) بنسبة ١٤ ، ٥٪ . (انظر الرسم البياني رقم ١٠) .

### Part III.

رسم بياني رقم (9)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم  
في بورصة الفلبين

June 30  
2809.21

March 25  
2311.42

June 22  
1689.69

Jan. 9  
1518.00

Sep. 2  
1950-41

### POST CLOSING

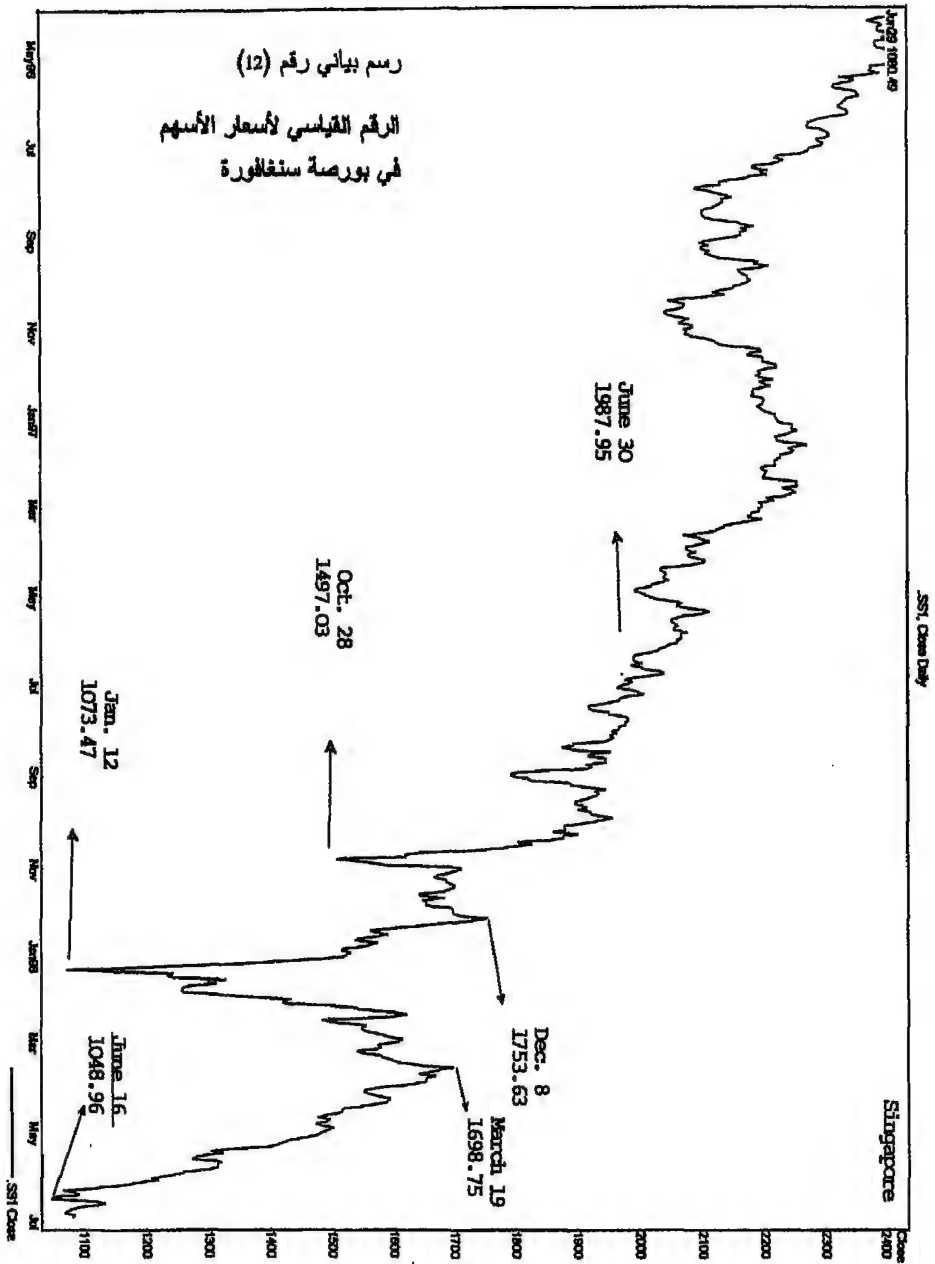


وكان الاتجاه النزولي لمؤشر أسعار الأسهم في بورصة كوريا الجنوبية واضحاً منذ الأول من يوليو ١٩٩٧، حيث وصل المؤشر إلى ٠٣, ٧٥٨ نقطة، وقد استمر تدهور هذا المؤشر حتى وصل إلى ٧٩, ٤٧٠ نقطة في ٣١ أكتوبر ١٩٩٧، مسجلاً بذلك انخفاضاً نسبته ٣٨٪ مقارنة بمستوى الأول من يوليو ١٩٩٧، واستمر الاتجاه النزولي حتى ١٥ ديسمبر ١٩٩٧ حيث وصل مؤشر الأسهم إلى ٨٠, ٣٨٥ نقطة وهو ما يعني انخفاضاً نسبته ١٢٪ عن مستوى ٣١ أكتوبر ١٩٩٧، وإن كان ينخفض عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ بنسبة ٤٩٪، وهكذا يمكن القول إن بورصة الأوراق المالية في كوريا قد خسرت خلال الأشهر الستة الثانية من عام ١٩٩٧ ما يقرب من ٥٠٪ من القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة بها. ومنذ منتصف ديسمبر تولد اتجاه صعودي نظراً لتحسن بعض الأوضاع نتيجة للاتفاق مع الصندوق وتولد بارقة الأمل نحو حل مشكلة مديونيات البنوك الكورية... إلخ، حيث صعد مؤشر الأسهم في السوق الكوري إلى ٣٥, ٥٧٤ نقطة في ٢ مارس ١٩٩٨ مسجلاً بذلك زيادة نسبتها ٤٨, ٨٪ عن أدنى نقطة وصل إليها في ١٥ ديسمبر ١٩٩٧. إلا أن هذا الاتجاه كان متوقفاً، إذ ما لبث أن اتجه المؤشر بفعل عوامل أخرى نحو الهبوط وبشكل حاد حتى وصل إلى أدنى نقطة خلال الفترة محل الدراسة في ١٥ يونيو ١٩٩٨ حيث وصل إلى ٢١, ٢٨٨ نقطة، مسجلاً بذلك انخفاضاً نسبته ٤٩, ٨٪ عن مستوى ٢ مارس ١٩٩٨، في حين يصل الانخفاض إلى نسبة ٦٢٪ مقارنة بمستوى الأول من يوليو ١٩٩٧. (انظر الرسم البياني رقم ١١). ويمكن القول إن الاتجاه العام لمؤشر الأسهم في بورصة سنغافورة كان نزولياً منذ يناير ١٩٩٧ وإن لم يكن الانحدار حاداً بل طفيفاً للغاية. وقد وصل مؤشر أسعار الأسهم إلى ٩٥, ١٩٨٧ نقطة في الأول من يوليو ١٩٩٧، ويبدو الاتجاه واضحاً نحو الهبوط البطيء في البداية ثم الانحدار السريع بعد ذلك حتى وصل مؤشر أسعار الأسهم إلى ٠٣, ١٤٩٧ نقطة في ٢٨ أكتوبر ١٩٩٧ مسجلاً بذلك انخفاضاً نسبته ٢٤, ٧٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧، وإذا كان المؤشر قد اتجه نحو الارتفاع حتى وصل إلى ٦٣, ١٧٥٣ نقطة في ٨ ديسمبر ١٩٩٧، إلا أن الاتجاه سرعان ما تحول نحو الانحدار الشديد والحاد حتى وصل مؤشر أسعار الأسهم إلى ٤٧, ١٠٧٣ نقطة في ١٢ يناير ١٩٩٨، وهو يشير بذلك إلى انخفاض نسبته ٤٦٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧. وبدأ مؤشر أسعار الأسهم بالتحرك إلى أعلى وبمعدلات سريعة حتى



وصل إلى ١٦٩٨,٧٥ نقطة في ١٩ مارس ١٩٩٨ ، مسجلا بذلك زيادة نسبتها ٥٨٪ مقارنة بمستوى ١٢ يناير ١٩٩٨ ، وإن كان مازال دون مستوى أول يوليو ١٩٩٧ بنسبة ١٤,٥ ٪. ومنذ ذلك الحين - أي منذ ١٩ مارس ١٩٩٨ اتجه مؤشر الأسهم نحو الهبوط الحاد ليسجل في ١٦ يونيو ١٩٩٨ أدنى نقطة له حيث وصل إلى ١٠٤٨,٩٦ نقطة ، وهو ما يشير إلى انخفاض نسبته ٤٧,٢ ٪ عن مستوى الأول من يوليو ١٩٩٧ . ( انظر الرسم رقم ١٢).

أما مؤشر أسعار الأسهم في بورصة هونج كونج فقد سجل اتجاهها صعوديا منذ بداية عام ١٩٩٧ حتى وصل في ٢٧ يونيو ١٩٩٧ إلى ١٥١٩٦,٧٩ نقطة ، ثم استمر في اتجاهه الصعودي حتى بلغ ذروته في ٧ أغسطس ١٩٩٧ مسجلا بذلك ١٦٦٧٣,٢٧ نقطة ، ثم اتجه نحو الهبوط حتى نهاية أغسطس وأوائل سبتمبر ، ثم عاود الصعود مرة أخرى ليلعب في ٣ أكتوبر ١٩٩٧ - ٠٢, ١٥١٢٨ نقطة . ومنذ الثاني من أكتوبر بدأ الانحدار إلى أسفل بمعدلات سريعة وبشكل حاد حتى وصل إلى ١٠٤٩٨,٢٠ نقطة في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧ ، ثم انخفض في اليوم التالي على التوالي - أي ٢٨ أكتوبر ١٩٩٧ - إلى ٩٠٥٩,٨٩ نقطة مسجلا بذلك انخفاضا نسبته ١,٤١ ٪ مقارنة بمستوى الثاني من أكتوبر ١٩٩٧ ، في حين يصل الانخفاض إلى نسبة ٧,٤٥ ٪ مقارنة بمستوى الذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . وإذا كان مؤشر الأسهم في بورصة هونج كونج قد بدأ في الارتفاع مرة ثانية منذ نهاية أكتوبر ١٩٩٧ ، إلا أنه عاود الانحدار مرة أخرى ليصل في ١٢ يناير ١٩٩٨ إلى ٨١٢١,٠٦ نقطة وهو ما يشير إلى انخفاض نسبته ٥١,٣ ٪ عن مستوى الذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . ومنذ ١٢ يناير ١٩٩٨ اتجه مؤشر أسعار الأسهم نحو الارتفاع ليصل إلى ١١٨١٠,٦٣ نقطة في ٢٥ مارس ١٩٩٨ ، في حين اتجه نحو الانخفاض وبشكل سريع مرة أخرى ليصل إلى أدنى نقطة له - خلال الفترة محل الدراسة - في ١٥ يونيو ١٩٩٨ مسجلا بذلك ٧٤٦٥٠ نقطة ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته ٥٥,٢ ٪ عن مستوى الذروة في ٧ أغسطس ١٩٩٧ . ( انظر الرسم البياني رقم ١٣).





يمثل ما سبق وصفا تحليليا للتدهور الذي أصاب سوق صرف عملات جنوب شرق آسيا وأسواقها المالية الأخرى . ولاشك أن انهيار أسعار صرف العملات الآسيوية وتراجع أسواقها المالية يمثلان التعبير الخارجي عن أزمة محلية عميقة الجذور ولا بد لنا من فحص هذه الجذور والوصول إليها وهي مهمة هذه الدراسة . ولم تقتصر أبعاد الأزمة عند حدود انهيار أسعار الصرف وتراجع أسعار الأصول المالية وانحدارها الشديد ، فقد امتدت الأزمة وبشكل حاد إلى القطاع المصرفي ، حيث كان الوجه الآخر لانهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية (الأسهم) هو تصاعد حجم الديون غير المنتظمة لدى الجهاز المصرفي ، وزاد من حدة هذا الأمر محاولات بعض السلطات النقدية في هذه الدول رفع سعر الفائدة لوقف تدهور أسعار الصرف ، حيث زاد ذلك من أعباء السداد مما أدى إلى تزايد عبء سداد الديون لوحدة قطاع الأعمال ومن ثم تزايد حجم الديون غير المنتظمة لدى الجهاز المصرفي . وقد عجزت البنوك عن سداد التزاماتها الخارجية . ولم تقف الأزمة عند حدود القطاع المالي ومؤشراته المالية فقط ، فقد امتدت الأزمة وبشكل عميق إلى الاقتصاد الحقيقي في هذه الدول أي إلى قطاعات إنتاج السلع والخدمات . فوحدات قطاع الأعمال واجهت صعوبات عديدة في الحصول على الائتمان لتشغيل طاقاتها وسداد التزاماتها ، ويرجع ذلك إلى عدم قدرتها على سداد التزاماتها الأولى نظرا لانهيار أسعار الصرف وقيم الضمانات (الأصول المالية) ، من ناحية أخرى ترددت البنوك في منح الائتمان الجديد لها نظرا لاعتبارات المخاطر من ناحية ونتيجة لتزايد حجم الديون غير المنتظمة لديها من ناحية أخرى . وهكذا نشأت أزمة شح في السيولة وأزمة شح في الائتمان لدى قطاعات الإنتاج ، مما أدى إلى تراجع معدلات الإنتاج في جميع القطاعات . من ناحية أخرى أدى تراجع أسعار الأصول إلى أثر مهم على الثروة ، حيث أدى تراجع أسعار الأصول إلى ارتفاع المديونية بالنسبة إلى الثروة أو إلى حقوق الملكية سواء في وحدات قطاع الأعمال أو وحدات القطاع العقاري مما ولد أثرا سلبا على الثروة كان من نتيجته تراجع كل من الإنفاق النهائي الاستهلاكي والاستثماري مما أدى إلى التأثير سلبا على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي والقطاعي ، وقد أدت هذه العوامل إلى تراجع نشاط وحدات قطاع الأعمال وبالتالي تراجع معدلات أرباحها بشكل ملحوظ ، وهو من العوامل التي ساعدت أيضا على تراجع مؤشرات الأسهم في بورصات هذه الدول . وتوضح البيانات التالية تراجع معدل العائد السنوي على حقوق الملكية (الأسهم) في الأسواق الآسيوية الناشئة .

متوسط معدل العائد السنوي على حقوق الملكية (الأسهم)

%

الدولة	٨٥-٨٧	٨٨-٩٠	٩١-٩٣	٩٤-٩٦	٩٧-٩٨
هونج كونج	٢٨,٨	١٤,٤	٦٣,٧	٧,٥	٢٧,٨-
إندونيسيا	-	-	٨,٢	٢,٧	٧٥,٥-
كوريا الجنوبية	٥١,٩	١٩,٣	١,٧	١١,٨	٤٨,٧-
ماليزيا	١٠١-	١٧,٨	٤٢,٨	٠,٤	٦١,٢-
تايلاند	٣٤,٠	٣٠,٨	٥٠,٣	١٧,٨-	٦٣,٨-
الفلبين	١٢٠,٨	٠,٥	٦٤,١	٠,٩	٥٥,٧-
سنغافورة	١٠١	١١,٢	٣٠,٧	٠,٦	٢٦,٢-

Source: AMEX: "Economics for Investment" October 14th, 1998, P3.

ونظرا لأن استجابة الصادرات لانخفاض أسعار الصرف لم تكن بالإيقاع وبالحجم المتوقع لأسباب سوف ندرسها فيما بعد، بجانب أن تدفق رؤوس الأموال قد أصبح سالبا حيث تغير اتجاهها، فإن عملية تصحيح ميزان المدفوعات لم يكن من الممكن أن تتم إلا من خلال انخفاض الواردات، وهو ما يعني تراجع الطلب المحلي ومن ثم معدلات النمو. وهكذا أصبحت هذه البلدان مع نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ مهددة بالدخول في غياهب انكماش عميق. ويكفي للدليل على ذلك أن نلقي نظرة سريعة حول معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي سواء على المستوى الكلي أو القطاعي التي تحققت خلال عامي ١٩٩٦ و١٩٩٧ وما هو متوقع خلال عام ١٩٩٨ ليتبين حجم التراجع في معدلات الإنتاج واحتمالات الانكماش المتوقعة.

معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي

%

الدولة	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨
إندونيسيا	٧,٨	٤,٦	١٥,٠ -
ماليزيا	٨,٦	٧,٨	٥,٠ -
كوريا	٧,١	٥,٥	(٠,٨-) *٦,٠ -
تايلاند	٦,٤	٠,٤ -	٨,٠ -
الفلبين	٥,٧	٥,١	١,٠ -

المصدر : للسنوات ٩٦ ، ٩٧ انظر BIS: 68th Annual Report, June 1998

بالنسبة لعام ١٩٩٨ فهي توقعات من AMEX: Economic for Investment, Oct. 14th, 1998, P3. Global Summary .

\*الرقم بين القوسين هو تقديرات صندوق النقد الدولي, IMF: World Economic Out Look, May 1998 .

وما ينطبق على معدلات النمو على المستوى الكلي ينطبق وبشكل أعمق على معدلات النمو القطاعية ، ففي إندونيسيا على سبيل المثال كان معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المتولد في قطاع الصناعة التحويلية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ ١١,١٪، في حين أصبح معدل النمو سالبا خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بما يساوي -١٧,١٪، وكان معدل النمو السنوي في قطاع الصناعة التحويلية في كوريا ٩,٧٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٦ حيث تراجع الإنتاج الصناعي بحيث أصبح معدل النمو سالبا خلال عامي ١٩٩٧ - ١٩٩٨ بما يساوي (-١٠,٧٪) .

ونظرا لتراجع الإنتاج على المستوى الكلي والقطاعي ، فقد كان ولا بد أن تظهر على السطح ظاهرة البطالة وتعمق ومعها مستوى معيشة أصحاب الأجور .

ولم تقف الأزمة عند حد الدول التي نشأت فيها ، بل امتدت أولا إلى الدول الآسيوية المجاورة لتصبح أزمة إقليمية ، ثم انتقل مداها إلى خارج حدود هذا الإقليم لتصبح أزمة عالمية . ولقد ساعد على تعمق هذه الأزمة في الدول التي نشأت فيها ما يعانيه اليابان من انكماش منذ عام ١٩٩١ ، وهو بطبيعته القاطرة التي تجر وراءها دول جنوب شرق آسيا ، كما أن ٢٥٪ من صادرات اليابان تذهب إلى الدول الآسيوية صاحبة الأزمة . ولا شك أن انتقال الأزمة خارج حدود الدول التي نشأت فيها ، موضوع سوف نعالجه بالتفصيل فيما بعد .

## الفصل الثالث

### طبيعة الأزمة

#### ١ - توقع الأزمة والتنبؤ بحدوثها :

قبل الدخول في مناقشة طبيعة الأزمة - وهل هي أزمة للصرف الأجنبي أي أزمة لسعر الصرف في بلدان جنوب شرق آسيا؟ أم هي أزمة مالية؟ أم هي أزمة مصرفية...؟ إلخ، من الأنواع المختلفة من الأزمات التي سادت في التاريخ الاقتصادي العالمي - نود أولاً أن نعرج على السمات العامة لهذه الأزمة. ولعل أول ما يميز هذه الأزمة هو أنها وقعت في أسرع الأقاليم نمواً وهو إقليم جنوب شرق آسيا. فدول شرق وجنوب شرق آسيا تساهم بحوالي ربع الإنتاج العالمي، ونصف النمو العالمي خلال التسعينيات، وثلثي الإنفاق الاستثماري العالمي<sup>(١)</sup>. أما الصفة الثانية التي تميز هذه الأزمة فهي فجائيتها، فقد أخذت العالم على غرة، وهي فجائية حادة وعنيفة أي غير متدرجة، وترتبط بهذه السمة صفة أخرى على جانب كبير من الأهمية ألا وهي أن هذه الأزمة لم تكن داخلية في توقعات أحد، بمعنى أنه لم يتنبأ بها أحد، أو لم يكن من السهل التنبؤ بها، بمعنى أنه لم يكن هناك من المؤشرات ما يجعل التنبؤ بها أو توقعها سهلاً. وحتى هؤلاء الذين كانوا ينظرون إلى التجربة الآسيوية بأنها تجربة لا يمكن أن يستمر انتعاشها وتوسعها إلى ما لانهاية<sup>(٢)</sup> - حيث يعود النمو المتولد فيها إلى عوامل كمية تتمثل في كمية العمل وكمية رأس المال المستخدم، ولا يعود إلى عوامل كيفية هي إنتاجية عوامل الإنتاج وقدراتها، وبالتالي إن عاجلاً أو آجلاً سوف يبدأ تناقص العائد

على عوامل الإنتاج نتيجة لزيادة كمية المستخدم منها - لم يكن في مقدورهم توقع هذه الأزمة ، بل لم يتوقعوها ، أو يتوقعوا الأبعاد والعمق الذي ظهرت به . وكذلك هؤلاء الذين كانوا يرون وجود اختلالات في عدد من المؤشرات الأساسية الكلية في بعض هذه الدول لم يستطيعوا توقع هذه الأزمة أو التنبؤ بها . ذلك أن هذه الاختلالات من الصعب أن تقود إلى أزمة بهذا البعد وذلك العمق . بمعنى آخر أن هذه الاختلالات في سلوك بعض المؤشرات الأساسية - مثل عجز ميزان المدفوعات - وإن كانت تجعل بعض هذه الدول أكثر عرضة للأزمة إلا أنها لا تؤدي حتماً أو بالضرورة إلى وقوعها . باختصار شديد لم تدخل الأزمة في بنیان التوقعات لأي من دول الأزمة ، أو المؤسسات العالمية ، أو البنوك الدولية ، أو مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية ، أو كبار المستثمرين ، ولم تصدر أسواق المال تحذيرات بالخطر ، أو لم تدق الأسواق المالية أجراس الخطر على الرغم من أننا أشرنا سابقاً إلى أن مؤشرات أسعار الأسهم في العديد من البورصات الآسيوية قد أظهرت اتجاهها نزولياً منذ أوائل ١٩٩٧ .

ولعل من المظاهر التي تؤكد عدم توقع هذه الأزمة أن فروق أسعار الفائدة على أدوات الدين كالسندات (\*) (للسوق الناشئة وخاصة الأسواق الناشئة في جنوب شرق آسيا قد انخفضت ما بين منتصف عام ١٩٩٥ بعد انتهاء الأزمة المكسيكية ومنتصف عام ١٩٩٧ .

وقد انخفض هذا الفرق إلى مستويات لا يمكن تبريرها بحركة المتغيرات الأساسية الكلية في هذه البلدان<sup>(٤)</sup> . كذلك الأمر فيما يتعلق بفروق أسعار الفائدة على القروض الدولية المشتركة (International Syndicated Loans Spreads) للأسواق الناشئة حيث اتسمت بالانخفاض وسادها اتجاه نزولي قبل حدوث الأزمة ، وكانت تايلاند هي الدولة الوحيدة التي بدأت تتسع هذه الفروق بالنسبة لها بشكل بسيط في أوائل عام ١٩٩٧ .

---

\* Bond Spreads.

وهو الفرق بين أسعار الفائدة على السندات التي تصدرها حكومات أو المؤسسات الحكومية الناشئة وسعر الفائدة على الأوراق المالية التي تصدرها الخزينة الأمريكية ، خاصة سندات الخزينة حيث يمثل هذا الفرق تقدير المستثمرين العالميين لمخاطر الإقراض في أسواق الدول النامية .

أما فيما يتعلق بتقدير مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية الدولية مثل ستاندرد آند بور وموديز و يورومني فإنها تقوم دوريا بتقدير وترتيب مخاطر الإقراض في الأسواق الناشئة وكذلك تقدير مخاطر الأقطار بالنسبة للقروض السيادية (الحكومية) . ومن هنا فإن متابعة هذه التقديرات توضح ما إذا كانت هذه المؤسسات تستشعر وجود مخاطر أو تزايد في مستويات هذه المخاطر ، فإذا زاد إحساس هذه المؤسسات أو قناعتها بتزايد مخاطر الإقراض لهذه الأسواق الناشئة فإن ترتيب السندات الحكومية لهذه الدول لابد وأن يكون قد أصابه الانخفاض في الأيام والشهور السابقة على الأزمة . على العكس من ذلك كان ترتيب سندات تايلاند حتى الأيام السابقة للأزمة قد وصل إلى درجة ٨٢ ، وكانت الدولة الوحيدة التي سبقتها في جنوب شرق آسيا هي ماليزيا حيث وصل ترتيب سنداتهما إلى درجة ٨١ في الأيام السابقة على الأزمة ، أي في يونيو ١٩٩٧ . بل وتساعد ترتيب سندات الفلبين . كذلك الأمر فيما يتعلق بترتيب الجدارة الائتمانية بالنسبة للقروض طويلة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية .

ويوضح الجدول التالي ترتيب الجدارة الائتمانية للقروض الحكومية طويلة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية لمؤسسة ستاندرد آند بور ومؤسسة موديز .

ترتيب الجدارة الائتمانية لبعض الدول الآسيوية للقروض الحكومية بالعملة الأجنبية

اسم الدولة		موديز		ستاندرد آند بور	
	الترتيب	التاريخ	الترتيب	التاريخ	
إندونيسيا	Baa 3	١٩٩٤/٣/١٤	BBB-	١٩٩٢/٧/٢٠	
	Ba 1	١٩٩٧/١٢/٢١	BBB^	١٩٩٥/٤/١٨	
	B2	١٩٩٨/١/٩	BBB-	١٩٩٧/١٠/١٠	
	B3	١٩٩٨/٣/٢٠	BB+	١٩٩٧/١٢/٣١	
			BB	١٩٩٨/١/٩	
	A2	١٩٨٦/١١/١٨	A+	١٩٨٨/١٠/١	
	A1	١٩٩٠/٤/٤	AA-^	١٩٩٥/٥/٣	
	A3	١٩٩٧/١١/٢٧	A+	١٩٩٧/١٠/٢٤	
	Baa2	١٩٩٧/١٠/١	A-	١٩٩٥/١١/٢٥	
	B+	١٩٩٧/١٢/٢٢	BBB-	١٩٩٧/١٢/١١	
تايلاند	A2	١٩٨٩/٨/١	A-	١٩٨٩/٦/٢٦	
	A3	١٩٩٧/٤/٨	A^	١٩٩٤/١٢/٢٩	
	Baa1	١٩٩٧/١٠/١	A-	١٩٩٧/٩/٣	
	Baa3	١٩٩٧/١١/٢٧	BBB	١٩٩٧/١٠/٢٤	
			BBB-	١٩٩٨/٨/١٨	
ماليزيا	Baa1	١٩٨٦/١١/١٨	A-	١٩٨٩/٦/٢٦	
	A3^	١٩٩٠/٣/١٢	A^	١٩٩١/٧/٨	
	A2^	١٩٩٣/٣/١١	A+^	١٩٩٤/١٢/٢٩	
	A1^	١٩٩٥/٣/١٥	A	١٩٩٧/١٢/٢٣	
	A2	١٩٩٧/١٢/٢١			
الفلبين	Ba3	١٩٩٣/٧/١	BB-	١٩٩٣/٧/٢	
	Ba2^	١٩٩٥/٥/١٢	BB^	١٩٩٥/٥/٣٠	
		١٩٩٧/٥/١٨	BB^	١٩٩٧/٢/٢١	

المصدر : مأخوذ من

BIS: "68th Annual Report", March 1997 April 1998. Basle June 1998, Table V11.3.

ويبدو من الجدول السابق ، وبما لا يدع مجالا للشك ، أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بزيادة المخاطر في هذه الدول . ففي تايلاند ظلت الجدارة الائتمانية عند ترتيب A بالنسبة لمؤسسة ( S & P ستاندرد آند بـور ) ولم تتغير إلا بعد حدوث الأزمة في أوائل شهر سبتمبر ١٩٩٧ ، وحتى حينما انخفض ترتيب الجدارة الائتمانية لتايلاند فقد انخفض في شهر سبتمبر ١٩٩٧ إلى ترتيب ( A - ) و لم ينخفض للمستوى ( BBB ) إلا في شهر أكتوبر ١٩٩٧ أي بعد الأزمة بأربعة شهور . وكذلك الأمر بالنسبة لماليزيا حيث ظلت جدارتها الائتمانية ثابتة منذ ١٩٩٤ بالنسبة لمؤسسة S & P عند مستوى ( A+ ) ، ومنذ عام ١٩٩٥ بالنسبة لمؤسسة Moody's عند مستوى ( A+ ) ولم ينخفض ترتيب هذه الجدارة الائتمانية إلا في نهاية شهر ديسمبر من عام ١٩٩٧ وهو عام الأزمة . وكذلك الأمر بالنسبة لكوريا الجنوبية ، فقد ظل ترتيب جدارتها الائتمانية ثابتا عند مستوى ( AA- ) منذ عام ١٩٩٥ بالنسبة لمؤسسة ستاندرد آند بـور ، ولم تتغير حتى شهر أكتوبر ١٩٩٧ ، وفي نهاية هذا الشهر نزل ترتيب الجدارة الائتمانية فقط إلى مستوى ( A+ ) ، وبالنسبة لمؤسسة موديز فقد ظل ترتيب الجدارة الائتمانية ثابتا عند مستوى ( A1 ) منذ عام ١٩٩٠ حتى عام ١٩٩٧ ، ولم يتغير إلا بعد ما يزيد على ٤ شهور من بداية الأزمة في شهر نوفمبر ١٩٩٧ حيث انخفض الترتيب في نهاية هذا الشهر إلى ( A3 ) فقط . أما الفلبين كما يوضح الجدول فقد ارتفعت جدارتها الائتمانية عام ١٩٩٧ قرب حدوث الأزمة . ويؤكد ما سبق أولا : أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بالأزمة قبل حدوثها ، حتى في الأشهر القليلة السابقة على انفجارها ، ثانيا : أنه بعد انفجار الأزمة لم تتوقع هذه المؤسسات احتمال وصولها إلى العمق الذي وصلت إليه أو احتمال انتقال العدوى بهذه السرعة ، ولذا فإن تغيير ترتيبها للجدارة الائتمانية جاء متأخرا للغاية . وينطبق ذات التوجه على تقييم وترتيب مخاطر الأقطار الذي تقوم به عدد من المؤسسات العالمية مثل مؤسسة يوردمني حيث نجد أنه ما بين مارس ١٩٩٧ وسبتمبر ١٩٩٧ ( باستثناء كوريا وتايلاند ) ظل هذا الترتيب من قبل مؤسسة يوردمني إما ثابتا أو حقق تحسنا قليلا .

وتقوم العديد من البنوك الدولية - سواء كانت من بنوك الاستثمار الدولية أو البنوك التجارية - بعمل تنبؤات وتوقعات مستقبلية لاقتصاديات العديد من الدول سواء الدول الصناعية المتقدمة أو الدول النامية ، كما تقوم أيضا بعمل تنبؤات بحركة الأسواق المالية

الإقليمية مثل الأسواق المالية الآسيوية . نذكر على سبيل المثال لا الحصر بنك أوف أمريكا Bank of America ، بنك . ب . مورجان J.P. Morgan Bank ، ودويتش بنك Deutsche Bank ، وبنك سولومان بروذرز Brothers Bank Soloman ، ولهمان بروذرز ، أ . ب . ن . آمو بنك .. ABN Amro Bank إلخ ، من البنوك العالمية . وتشير أغلب هذه التنبؤات والتوقعات إلى معدلات عالية للنمو سواء كانت هذه التنبؤات في عام ١٩٩٦ ، أو في منتصف عام ١٩٩٧ قبل انفجار الأزمة بشهر أو شهرين . فعلى سبيل المثال تشير تقديرات بنك أوف أمريكا في سبتمبر ١٩٩٦ إلى معدل سنوي للنمو نسبته ٦,٥ ٪ خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠١ بالنسبة للفلين ، ومعدل سنوي للنمو نسبته ٧,١ ٪ بالنسبة لكوريا الجنوبية خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠١ ، في حين تصل التقديرات بالنسبة لماليزيا إلى معدل نمو نسبته ٨ ٪ سنويا خلال الفترة ذاتها ، بينما يتراجع معدل النمو السنوي بالنسبة لتايلاند من ٧,٩ ٪ إلى ٧,٣ ٪ خلال الفترة ذاتها أي ١٩٩٧ - ٢٠٠١ ، كما يصل معدل النمو السنوي لإندونيسيا خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠١ إلى ٦,٩ ٪ سنويا <sup>(٥)</sup> . وتشير نشرة بنك . ب . مورجان J. P. Morgan حول الأسواق المالية العالمية World Financial Markets سواء عدد ٢٨ يونيو ١٩٩٦ أو الأعداد التالية لها إلى أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المتوقع لعامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ لإندونيسيا ٧,٥ ٪ و ٦,٥ ٪ على التوالي وللفلين ٥,٢ ٪ و ٥,٥ ٪ على التوالي ، في حين يصل معدل النمو السنوي إلى ٧,١ ٪ و ٧,٣ ٪ على التوالي بالنسبة لكوريا الجنوبية ، ويصل معدل النمو التقديري إلى ٧,٣ ٪ و ٦,٧ ٪ على التوالي بالنسبة لتايلاند ، بينما يصل معدل النمو التقديري ٨ ٪ و ٧,٥ ٪ بالنسبة لماليزيا <sup>(٦)</sup> . ولم يختلف الأمر كثيرا بالنسبة لعدد يونيو ١٩٩٧ فيما يتعلق بالتقديرات بالنسبة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ فكلها تشير إلى توقعات غاية في التفاؤل . ولا يختلف الأمر بالنسبة للدول الآسيوية الأخرى وهي هونج كونج وسنغافورة وتايوان والصين .

وتشير دورية بنك دويتش مورجان جرينفل - في عددها الشهري عن شهر يونيو ١٩٩٧ وهو الشهر السابق على انفجار الأزمة - إلى أن تقديرات البنك لمعدلات النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بالنسبة إلى كوريا تصل إلى ٥,٥ ٪ ونسبة ٦ ٪ على التوالي ، في حين تصل التقديرات إلى ٥,٨ ٪ و ٥,٥ ٪ بالنسبة لتايلاند، وذلك قبل شهر من انفجار الأزمة في ٢ يوليو ١٩٩٧ . كذلك الأمر بالنسبة

لتنبؤات بنك إند وسويز في نشرته عن شهر يونيو ١٩٩٧ حول معدلات النمو المتوقعة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ بالنسبة لبلدان آسيا حيث تصل هذه التوقعات إلى معدل سنوي للنمو نسبته ٨٪ سنويا لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، و ٧,٥٪ بالنسبة لكوريا الجنوبية بالنسبة للعامين السابق ذكرهما ، في حين يصل معدل النمو السنوي المتوقع لتايلاند ٦,٥٪ لكل من عام ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، وهذه تقديرات سابقة على حدوث الأزمة بشهر واحد . أما إندونيسيا فيصل توقعات معدل النمو السنوي فيها إلى ٧,٢٪ و ٧,٤٪ على التوالي <sup>(٨)</sup>.

كذلك تشير دراسات بنك ABN Amro الهولندي في منتصف عام ١٩٩٧ إلى تنبؤات محددة لمعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي المتوقعة لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ . فبالنسبة لإندونيسيا تصل التوقعات إلى معدلات سنوية للنمو نسبته ٧,٥٪ و ٧,٨٪ لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ على التوالي ، في حين تصل التوقعات بالنسبة لتايلاند إلى نسبة ٥,٩٪ و ٦,٦٪ على التوالي ، بينما كانت معدلات النمو المتوقعة بالنسبة لماليزيا تصل إلى نسبة ٨,٨٪ و ٧,٨٪ لعامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ على التوالي . أما بالنسبة لكوريا الجنوبية فتصل توقعات البنك إلى معدلات سنوية للنمو نسبته ٥,٢٪ و ٦,٥٪ على التوالي للأعوام ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، وكانت التقديرات بالنسبة للفلبين مفرطة في التفاؤل حيث بلغت توقعات معدلات النمو السنوي ٦٪ و ٦,٧٪ للعامين المذكورين على التوالي <sup>(٩)</sup> . وما نريد التأكيد عليه هنا هو أن موجة التفاؤل التي سادت تنبؤات وتقديرات البنوك العالمية لم تقتصر فقط على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بل امتدت إلى باقي المتغيرات الإجمالية الأساسية .

وقد يتبادر إلى ذهن القارئ التساؤل عن السبب وراء هذا السرد التفصيلي لتنبؤات وتوقعات البنوك العالمية حول المستقبل الاقتصادي لمنطقة الأزمة ! والإجابة هنا واضحة وصريحة ذلك أن البنوك العالمية قد لعبت دورا سلبيا في هذه الأزمة بل يمكن القول إن موجات التفاؤل التي سادت رؤية هذه البنوك للمستقبل الاقتصادي للمنطقة وغريزة القطيع " Herd Instinct " التي حكمت سلوك هذه البنوك ، قد ساهمت في هذه الأزمة وزادت الحريق اشتعالا حينما شبت النار . وهو موضوع سوف نعود إليه عند الحديث عن تدفقات رءوس الأموال قصيرة الأجل للمنطقة أو عند الحديث عن الضعف الهيكلي في النظام المالي في دول الأزمة .

ولا يقتصر الأمر عند حدود تنبؤات البنوك الدولية ، ذلك أن المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي سارت على ذات المنوال حيث تشير كل تقديراتها حتى منتصف عام ١٩٩٧ إلى رؤية متفائلة بالنسبة لمستقبل هذه المنطقة ، فيشير تقرير صندوق النقد الدولي الصادر في منتصف عام ١٩٩٧ (مايو) إلى أن معدلات النمو السنوي المتوقعة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للدول الآسيوية باستبعاد الصين والهند هي ٧٪ لعام ١٩٩٧ و ٦,٧٪ لعام ١٩٩٨ ، أما بالنسبة لآسيا ككل فتصل التقديرات إلى معدلات نمو سنوية نسبتها ٨,٣٪ لعام ١٩٩٧ و ٧,٧٪ لعام ١٩٩٨ ، في حين تشير تقديرات كوريا الجنوبية إلى أن معدل النمو السنوي المتوقعة هي ٥,٦٪ لعام ١٩٩٧ و ٦,٣٪ لعام ١٩٩٨ (١٠).

ولقد قامت المؤسسة الحكومية اليابانية المختصة بموضوع ترتيب الجدارة الائتمانية - وهي تلك المؤسسة المعروفة باسم «المركز الياباني للتمويل الدولي» (\*) بوضع كوريا الجنوبية في أعلى مرتبة ممكنة بين الدول النامية وذلك في يونيو ١٩٩٧ (١١) . كما قام منتدى الاقتصاد العالمي (\*\*) بترتيب كوريا خامس أفضل مكان للاستثمار في العالم . وقام صندوق النقد الدولي في تقريره السنوي قبل الأزمة الكورية في ديسمبر ١٩٩٧ بثلاثة أشهر بتقرير ومدهح السلطات الكورية حيث قال «يرحب المديرون (يقصد مديري الصندوق) بالنجاح المستمر للأداء الاقتصادي الكلي ، كما يمتدح السلطات الكورية نظرا للسجل المالي الحافل» (١٢) . وإذا كان التقرير قد دعا إلى بعض الإصلاحات المالية فإنه لم يشر من قريب أو بعيد إلى أي إنذار باحتمالات الأزمة .

ولاشك أن من العوامل المهمة التي ساعدت على عدم إمكانية توقع الأزمة أو التنبؤ بوقوعها هو عدم تدهور المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية التي يستند إليها في العادة لتقييم الأداء الاقتصادي ، فلم يكن هناك عجز في الموازنة العامة يمكن أن يثير القلق ، بل حققت أغلب هذه الدول فائضا في الموازنة العامة ، وكانت معدلات الادخار والاستثمار من أعلى المعدلات في العالم ، بحيث يمكن القول إن معدلات النمو المرتفعة كان من الممكن لها أن تستمر حتى مع تراجع تدفق رؤوس الأموال إلى المنطقة .

---

\* Japan Centre For International Finance.

\*\* World Economic Forum.

ومن المؤشرات التي ساعدت على صعوبة إمكانية توقع الأزمة أو التنبؤ بحدوثها ، استمرار تدفق رؤوس الأموال إلى المنطقة حتى منتصف عام ١٩٩٧ . كما أشرنا في الفصل الأول فإن المؤشر الوحيد الذي بدأ في التدهور قبل حدوث الأزمة هو مؤشر أسعار الأسهم في بورصات دول المنطقة حيث بدأ في الاتجاه النزولي منذ بداية عام ١٩٩٧ وفي بعض الدول منذ عام ١٩٩٦ ، وهو أمر لاشك أنه كان يعكس قلق المستثمرين وتوترهم .

## ٢ - طبيعة الأزمة :

إلى أي نوع من الأزمات تنتمي الأزمة المالية الآسيوية ؟ هذا سؤال من الأهمية بمكان للتعرف على آليات هذه الأزمة ، أسبابها ونتائجها . وبالتالي فالسؤال المطروح لا يمثل محاولة للاجتهاد النظري ، أي لبناء نظرية للأزمة الآسيوية بقدر ما هو محاولة للتعرف على وجه التشابه ووجه الاختلاف بين الأزمة الآسيوية والأزمات الأخرى والعوامل والأدوات التي فجرتها . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى عدد من الأزمات منها :

### (أ) أزمة سعر الصرف (\*) :

ويطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي (\*\* ) ، أو أزمة العملة (\*\*\*) ، أو أزمة ميزان المدفوعات (\*\*\*\*) ، وهي جميعا مترادفات . وهي أزمة مالية ، أي شكل من أشكال الأزمات المالية . وأزمة سعر الصرف في صورتها الأولية ١٣ تتمثل في اتباع الدولة لنظام سعر الصرف الثابت مع قيام الحكومة بالتوسع في الإنفاق العام بصورة غير طبيعية - تنطوي على العديد من أوجه الإنفاق المظهري - مما يترتب عليه تولد عجز كبير في الموازنة العامة ، بحيث لا يمكن لهذا العجز أن يستمر دون قيام الحكومة باتباع سياسة نقدية توسعية تنطوي على الإصدار النقدي لتمويل هذا العجز مما يؤدي حتما إلى

---

\* F. Exchange Rate crisis.

\*\* Foreign Exchange crisis.

\*\*\* Currency crisis.

\*\*\*\* Balance of Payment crisis.

تصاعد معدلات التضخم ، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ، وبالتالي تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات . فإذا استمر هذا الوضع لفترة زمنية فإن السوق تتولد لديه القناعة بأن الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لن يكون قادراً على الدفاع أو حماية استمرار سعر الصرف الحالي للعملة الوطنية . وهكذا فإن استمرار سعر الصرف الثابت - في هذه الحالة - يمثل دعوة صريحة للمضاربين لتصعيد مضارباتهم أو بمعنى آخر دعوة إلى الهجوم أو الضغط على العملة الوطنية (من خلال حساب رأس المال لميزان المدفوعات) ، مما يؤدي في النهاية إلى انهيار نظام سعر الصرف الثابت .

ويقوم النموذج السابق لأزمة سعر الصرف على أن حدوث الأزمة يتم حينما يتناقض استمرار تدهور المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية مع محاولة الحفاظ على سعر الصرف الثابت . أو بمعنى آخر تحدث الأزمة حينما يغيب الاتساق بين السياسات الاقتصادية الكلية الأساسية وبين نظام سعر الصرف السائد . ويمكن مصدر الأزمة - في نظر أصحاب هذا النموذج لأزمة سعر الصرف - في الإفراط في خلق الائتمان المحلي إما لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة أو لتوفير المساعدة لنظام مصرفي يتسم بالضعف . ويفترض هذا التصور لأزمة الصرف الأجنبي بصورة خاصة أن الحكومة ليس لديها الإمكانية للتعامل في سوق المال - عن طريق طرح سندات وأذونات الخزينة - وبالتالي فلا مفر أمامها من تمويل العجز عن طريق الإصدار النقدي ، وفي مثل هذه الظروف فإن استمرار تعادل أسعار الفائدة سوف يدفع رءوس الأموال نحو الخارج وبالتالي تتآكل تدريجياً احتياطيات النقد الأجنبي ، وبالتالي يصبح الاقتصاد عرضة لتصاعد ضغوط المضاربة على احتياطياته من النقد الأجنبي - من خلال المضاربة على العملة - وهو ما يؤدي حتماً إلى انهيار نظام سعر الصرف السائد . وطبقاً لهذا التحليل لأزمات سعر الصرف فإن تصاعد ضغوط المضاربة لا يبدأ إلا بعد وصول الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي إلى مستوى معين ، فإذا وصل الاحتياطي إلى هذا المستوى فإنه يؤدي إلى دفع المضاربين (أو بدء هجوم المضاربين) لاستنفاد هذا الجزء المتبقي في زمن قصير تفادياً لأية خسارة رأسمالية ، وقد حاول البعض في هذا الصدد تقديم مقياس نمطي لتحديد أوقات الهجوم على العملة - هجوم المضاربين - يتمثل في الرقم القياسي لضغوط المضاربة ، حيث يتكون من المتوسط المرجح لكل من التغير في الاحتياطي الرسمي من العملة الأجنبية ، وسعر الفائدة ، وسعر الصرف الاسمي<sup>(١٤)</sup> ،

إلا أن هذا المقياس ترد عليه تحفظات عديدة في استخدامه لأن الوزن النسبي الذي يعطي لكل من هذه المتغيرات يتم بطريقة تحكمية للغاية ولا تستند إلى منطق مقبول . خلاصة القول أن هذه الرؤية لأزمة سعر الصرف تقوم أساسا على التناقض أو عدم الاتساق بين السياسات الاقتصادية المحلية وسياسات سعر الصرف أو نظام سعر الصرف السائد .

وحقيقة الأمر أن هذا التصور لأزمات الصرف الأجنبي يتسم بالتبسيط والتسطيح ، كما يرد عليه بعض التحفظات المهمة . فهذا التصور للأزمة ينظر إلى سياسات الحكومة بطريقة ميكانيكية . فالمفترض في الحكومة أنها تقوم بصفة منتظمة بطبع النقود لتغطية عجز الموازنة العامة بصرف النظر عن الظروف والأوضاع الخارجية . كذلك فإنه من المفترض أن يقوم البنك المركزي ببيع العملة الأجنبية من أجل الحفاظ على سعر الصرف الثابت حتى ينفد آخر دولار من الاحتياطي . وفي الواقع فإن البدائل المتاحة من السياسات تزيد عن ذلك كثيرا . فالحكومات تستطيع تحديد تأثير السياسات المالية على ميزان المدفوعات ، كما أن البنك المركزي لديه بدائل متعددة غير التدخل في سوق الصرف الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف ، وتشمل هذه البدائل مثلا تبني سياسة نقدية متشددة أو مقيدة . ولاشك أن هذه السياسات تنطوي على تكاليف تختلف حدتها من سياسة لأخرى ، ولكن المهم أن نتيقن أن الدفاع عن سعر الصرف هو مسألة اختيار أو مبادلة Tradeoff بدلا من كونها مجرد عملية بسيطة تتمثل في بيع رصيد العملة الأجنبية حتى آخر وحدة فيها .

والرؤية السابقة لآليات أزمة سعر الصرف أو أزمة الصرف الأجنبي . لا تنطبق فقط في حالة سعر الصرف الثابت ، ولكنها تنطبق أيضا وبالمنطق ذاته على حالة سعر الصرف الثابت الزاحف (وهو سعر الصرف الثابت المسموح بتعديله في بعض الأحيان استجابة لتغير بعض المؤشرات المهمة كالتضخم مثلا) <sup>(١٥)</sup> ، كما يسري منطق الأزمة السابق وآلياتها أيضا على حالة سعر الصرف الثابت المسموح بتحركه في حدود معينة عليا وسفلى (\*) .

والسؤال المطروح الآن - قبل أن نتقدم بعض الشيء في تحليل الأزمات - هل الأزمة

---

\* Target Zones.

الآسيوية بالصورة التي شرحناها في الفصل الأول تنطبق عليها أزمة سعر الصرف أو أزمة الصرف الأجنبي بالشكل التقليدي الذي سبقت الإشارة إليه ؟ الإجابة بالنفي ، ذلك لأن هذه الدول لم تعان من عجز مزمن في المالية العامة أي في الموازنة العامة للدولة ، بل العكس ، فقد حققت دول الأزمة فائضا في الموازنة العامة في السنوات السابقة على الأزمة بل وفي سنة الأزمة ، والدول التي كانت تعاني عجزا في الموازنة العامة للدولة كان مستوى العجز - كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي - في حدود ما هو مقبول دوليا ولا يمثل أي خطر يذكر (\*) . ولم يكن عجز الموازنة العامة أحد المؤثرات المهمة في عجز ميزان المدفوعات . كذلك كانت معدلات التضخم عند مستوى مقبول بل اتخذ البعض منها اتجاهها نزوليا ، وبالتالي يمكن القول إن هذه الدول لم تعان من مشكلة تضخم . كان هناك فعلا إفراط في الائتمان المحلي ، وهذا الإفراط في الائتمان المحلي لم يكن يهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة ، ولكنه كان سببا في إفراط القطاع الخاص في الاستثمار وبالتالي تخطي معدل الاستثمار ومعدل الادخار ، وترجمت هذه الفجوة نفسها في ميزان المدفوعات . ويشير عدد من الدراسات التطبيقية إلى أن النموذج السابق لتفسير أزمة سعر الصرف قد يكون مقبولا في تفسير بعض أزمات سعر الصرف أو أزمات ميزان المدفوعات التي حدثت قبل سنوات التسعينيات ، ولكنها لا تنطبق على أزمات التسعينيات سواء في أوروبا أو أمريكا اللاتينية أو آسيا (١٧).

#### ( ب ) أزمة سعر الصرف (رؤية أخرى) :

حاول البعض تقديم تفسيرات أخرى لأزمة الصرف الأجنبي ، أو أزمة سعر الصرف كما يجري العرف على تسميتها . ولعل القاسم المشترك بين هذه التفسيرات هو محاولتها التأكيد على إمكانية حدوث الأزمة على الرغم من عدم تدهور سلوك المتغيرات الكلية الأساسية . ولا يعني ذلك أنها لا تختلف في رؤيتها لدور المتغيرات الأساسية ، ذلك أن هذه التفسيرات - أو النماذج المقدمة لتفسير أزمة الصرف الأجنبي - على الرغم من الاتفاق فيما بينها في أوجه كبيرة إلا أنها تختلف من حيث الدور الذي تلعبه المتغيرات

---

\* وتنطبق الحقيقة ذاتها على أزمة شيل في الثمانينيات وعلى أزمة المكسيك في التسعينيات .

الأساسية في كل منها<sup>(١٨)</sup> . وطبقا لبعض هذه التفسيرات فإنه ، وإن كان من الصعب عن طريق قراءة سلوك المتغيرات الإجمالية تحديد وقت الأزمة ، إلا أنه يمكن إلى حد ما تحديد أكثر هذه الاقتصاديات عرضة للأزمة . وسوف نرى أيضا أن هذا التفسير قد يكون غير صحيح على إطلاقه ، فدول جنوب شرق آسيا كانت تعاني من عجز في ميزان المدفوعات ، ولكن بعض دول أمريكا اللاتينية كانت تعاني من العجز ذاته وإن كان في بعض الأحيان بمعدلات أعلى ، ولكن الأزمة حدثت في جنوب شرق آسيا ولم تحدث في أمريكا اللاتينية . وترى بعض التفسيرات لأزمة سعر الصرف - أو أزمة ميزان المدفوعات - أن الاقتصاد قد يتعرض لصدمة خارجية أو تغير مفاجئ في البيئة الاقتصادية الكلية المحلية مما يدفع إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت<sup>(١٩)</sup> .

وترى أغلب التفسيرات - من خلال نماذج تفسير أزمة سعر الصرف - أن الأزمة لا تتأثر بوضع أو موقف المؤشرات الاقتصادية الأساسية ، ولكنها في النهاية نتاج المضاربة على العملة ، أو ما يمكن تسميته بهجوم المضاربين<sup>(\*)</sup> أو الهجوم المضاربي<sup>(\*\*)</sup> . وتستند هذه التفسيرات لأزمة الصرف الأجنبي وخاصة الأزمة الآسيوية مرة إلى مفهوم «الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا ، أو الأزمة التي تخلق مبررات وجودها»<sup>(\*\*\*)</sup> ، ومرة أخرى تستخدم بعض التفسيرات مفهوم سلوك «غريزة القطيع»<sup>(\*\*\*\*)</sup> ، ومرة أخرى يستخدم التفسير مفهوم «العدوى»<sup>(\*\*\*\*\*)</sup> أو آثار العدوى .

وتقوم هذه التفسيرات مع اختلافها على عدد من الفروض المهمة تشترك جميعها في النظر إلى الحكومة كعضو اقتصادي مهم وفاعل في حركة النشاط الاقتصادي وأول هذه الفروض هو ضرورة توافر أسباب ودوافع من أجلها ترغب الحكومة في التخلي عن سعر الصرف الثابت ، وثاني هذه الفروض هو ضرورة توافر أسباب من أجلها ترغب الحكومة في الدفاع عن سعر الصرف الثابت ، ومن ثم ينشأ تناقض أو صراع بين هذين الدافعين . وأخيرا حتى يمكن خلق المنطق الدائري<sup>(\*\*\*\*\*)</sup> - أو العلية الدائرية - الذي

---

\* Speculative Attk.

\*\* Speulative Attack.

\*\*\* Sekf-fulfling crises.

\*\*\*\* Herd Instinct or "Herdng".

\*\*\*\*\* Contagion.

\*\*\*\*\* Circular Logic.

يدفع الأزمة فإن تكلفة الدفاع عن سعر الصرف الثابت لابد وأن ترتفع أو تتزايد حينما يتوقع الجمهور (أو حتى يشور لديه الشك) بأن سعر الصرف السائد من المتوقع والمحتمل أن يتم التخلي عنه . أما لماذا يتكون لدى الحكومة الدافع لتخفيض سعر الصرف ؟ فالجواب أنه قد تواجه الحكومة حالة من البطالة - نتيجة لجمود الأجور - ولكنها لا تستطيع القضاء عليها إلا بسياسة نقدية توسعية ، وهي لا تستطيع ذلك نظرا لالتزامها بسعر الصرف الثابت ، أو حالة تتحمل فيها بأعباء دين كبير مقوم بالعملية المحلية ، أما لماذا لا ترغب الحكومة في تخفيض سعر الصرف ؟ فقد يكون ذلك أفضل لأغراض التجارة الدولية والاستثمار ، كما قد يرتبط الحفاظ على سعر الصرف الثابت بالمصدقية الدولية للحكومة الوطنية ، أو قد يرتبط في نظر البعض بالكرامة الوطنية . . إلخ . أما لماذا يؤدي تراجع ثقة الجمهور (المتعاملين) في إمكانية استمرار سعر الصرف الثابت إلى جعل الدفاع عن هذا السعر صعبا للغاية ؟ فهنا يمكن أن نفرق بين سيناريوهين ، الأول يؤكد أن الدفاع عن سعر الصرف الثابت يصبح مكلفا للغاية إذا توقع الناس في الماضي أنه سيتم تخفيض السعر (سعر الصرف) الآن ، في حين يؤكد الثاني أن الدفاع عن سعر الصرف الثابت يصبح عالي التكلفة إذا اعتقد الناس الآن أنه سيتم تخفيضه في المستقبل . ولاشك في أن القناة المعتادة لتحقيق ذلك هي أسعار الفائدة قصيرة المدى . ذلك أن السدفاع عن سعر الصرف في مواجهة التوقعات باحتمالات التخفيض في المستقبل قد يتطلب رفع سعر الفائدة ، ويؤدي سعر الفائدة المرتفع إلى تراجع التدفقات النقدية للحكومة ولوحدات قطاع الأعمال المدينة ، كما قد يؤدي إلى تراجع الإنتاج والعمالة .

وإذا أخذنا العناصر الثلاثة سالفة الذكر وهي وجود أسباب لتخفيض سعر الصرف ، وأسباب لعدم التخفيض ، وأسباب لما قد يترتب على توقع التخفيض من تغير في التوازن بين كل من عائد وتكلفة الحفاظ على سعر الصرف الثابت ، فإنه يمكن بناء هيكل متكامل لتفسير أزمة سعر الصرف لا تختلف كثيرا عن التفسير الأول الذي يرى في أزمة سعر الصرف نتيجة لعدم الاتساق بين سياسات الحكومة المالية وغير المالية واستمرار نظام سعر الصرف الثابت . فإذا شعر المستثمرون أن التوازن أو المقايضة بين تكلفة التخفيض وتكلفة عدم التخفيض يميل لصالح الأولى ، وهو ما يعني أن الدولة سوف تقوم بالتخفيض في المستقبل ، وهو ما يدفع المستثمرين إلى الخروج من العملة (أي بيع العملة) قبل التخفيض ، وهذا السلوك يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الحفاظ على

سعر الصرف (عدم التخفيض) مما يدفع إلى تخفيض سعر الصرف حتى قبل الميعاد المحدد لذلك . ولا شك في أن المستثمرين سوف يحاولون دائما الخروج من سوق هذه العملة قبل ميعاد التخفيض المبكر ، والمحصلة في النهاية هي أزمة تؤدي في النهاية إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت . ولا شك في أن ما يرفع من تكلفة الحفاظ على سعر الصرف الثابت هو عدم الاتساق بين السياسات الاقتصادية الكلية ونظام سعر الصرف السائد . وتقوم الأسواق المالية من جانبها بفرض موضوع التخفيض على الساحة بصورة مستمرة تدفع إليه . ومن أمثلة هذه الحالات نذكر الآليات السابق ذكرها ، وهي الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا ، وسلوك القطيع ، وآثار العدوى .

أولا: الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا(\*) : أو الأزمة التي تحقق نفسها أو الأزمة التي تخلق مبررات وجودها . فمن المتصور طبقا لهذا السيناريو أن فقدان الثقة في دولة ما قد يخلق أزمة اقتصادية تبرر هذا الفقدان في الثقة . ولا شك في أن من وجهة نظر أصحاب هذا الرأي أن أزمة المكسيك ودول جنوب شرق آسيا في التسعينيات تؤكد ذلك .

حتى يمكن تفهم هذه الآلية دعنا نتصور وجود اقتصاد ما يعاني من عجز في الموازنة العامة ، إلا أن مستوى هذا العجز لا يهدد ملاءة الحكومة ، كل ما في الأمر أن نسبة العجز إلى الناتج المحلي لا تنخفض بالمعدل المطلوب ، لكنه في الأوقات العادية لا يمثل هذا العجز خطرا يذكر . أو نفترض أن البنوك توسعت في الإقراض إلى مدينين من الصعب أن يحصلوا على هذه القروض دون عوامل وروابط سياسية ، لكن نسبة هذه الديون إلى جملة المحفظة الائتمانية للبنوك لا تمثل نسبة تدعو إلى القلق . خلاصة الأمر أن هذه المشكلات يمكن التصدي لها وعلاجها إذا توافرت النية وفي ظل ظروف من الاستقرار الاقتصادي .

إذا حدثت لأي سبب من الأسباب أزمة اقتصادية في مكان آخر من العالم بحيث ترتب على ذلك تصاعد قلق وتوتر المستثمرين بحيث بدءوا في الانسحاب بأموالهم بالجملة يصبح هذا الاقتصاد فجأة في خطر ، إذ تنهار أسعار الأصول المالية - الأسهم - وترتفع أسعار الفائدة ، وعلى الرغم من استمرار المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية دون تغيير مما يجعل الأصول المتداولة أقل من قيمتها

---

\* Self- fulfilling crisis.

الحقيقية، فإن ذلك لا يمثل دافعا للمستثمرين للشراء طبقا لاعتبارات الرشد الاقتصادي، بل يتخذ سلوكهم عكس هذا التوجه. ويترتب على تدهور قيم الأصول ومن ثم ضمانات القروض انهيار بعض البنوك التي كانت تتميز بملاءتها من قبل، كما أن الانكماش الاقتصادي وارتفاع أسعار الفائدة قد يؤديان إلى إفلاس العديد من الشركات وهو ما يصيب الجهاز المصرفي مرة أخرى. في مثل هذه الظروف فإن القيام بالشراء حينما يتجه الجميع وبسرعة نحو البيع قد لا يبدو منطقيا وربما يكون من الأفضل الانضمام إلى طابور البائعين. ومن هنا فإن فقدان الثقة قد يخلق مبررات لفقدانها.

«نفترض أيضا أن تخلي الحكومة عن سعر الصرف الثابت ليس متصورا بشكل مسبق، فلا يوجد أي تدهور في اتجاه سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، وعلى الرغم من ذلك فإن الحكومة قد تتخلى عن نظام سعر الصرف الثابت إذا تصاعدت ضغوط المضاربين بشدة وهو ما يطلق عليه هجوم مضاري. النتيجة في مثل هذه الأحوال هي أزمة لسعر الصرف تخلق ظروف حدوثها. فالمستثمر الفرد لن يسحب أمواله من بلد ما إذا اعتقد أن نظام سعر الصرف السائد لا يواجه خطورة ما، ولكنه سوف يسحب أمواله إذا بدا في الأفق أن انهيار نظام سعر الصرف ممكن. وهكذا سوف تتحقق الأزمة إذ قام عدد كبير من المستثمرين بسحب أموالهم بنسبة الخروج. النتيجة إذاً أن التفاوض أو التفاوض يصبح ذاتي التأكيد، وفي حالة التفاوض الذي يتأكد ذاتيا فإن من حق الدولة أن تدعي أنها قد عانت من أزمة لا ضرورة لها»<sup>(٢٠)</sup>. نفترض أيضا - وعلى سبيل المثال - أن الأداء الاقتصادي لدولة ما (أو لشركة معينة، أو لصناعة ما، أو لسوق مالي) يتوقف على رغبة واستعداد عدد كبير من المستثمرين في توفير أرصدهم النقدية. فإذا ساد الاعتقاد أن بعض المستثمرين سوف يجمعون عن توفير وتقديم أرصدهم النقدية، فإنه من باب الرشد في السلوك بالنسبة للمستثمر الفرد أن يمتنع هو الآخر عن الاستثمار. وهكذا تصبح هذه المعتقدات محققة لذاتها "Self-Fulfilling" ويمثل ذلك نوعا من الفشل في التنسيق "Coordination Failure". ذلك أن كل فرد سوف يصبح في وضع أفضل إذا قرر جميع المستثمرين توفير أرصدهم النقدية للدولة أو الصناعة التي تأثرت، ولكن للأسف لا يوجد من سبيل للتنسيق بين قرارات المستثمرين في هذا الصدد.

والمشكلة في هذا التحليل هي أنه لا يوضح ما إذا كانت أي عملة يمكن أن تكون عرضة لتصاعد ضغوط المضاربين عليها - أي لهجوم المضاربين - أو ما إذا كان تصاعد ضغوط المضاربين في جميع الأحوال لا يمكن تبريره بالرجوع إلى المؤشرات الاقتصادية الأساسية . كذلك فإن التحليل السابق يبين أن هناك مستوى معيناً من المؤشرات الاقتصادية الأساسية يمكن معها أن تحدث الأزمة ولكنها لا تحدث ، وهناك مستوى آخر من المؤشرات الاقتصادية الأساسية لا تستدعي معها حدوث الأزمة ولكنها تحدث . كيف تحدد هذه المستويات ؟ هذا سؤال لا يمكن حسم الإجابة عليه إلا بالدراسات التطبيقية .

ثانياً : سلوك القطيع (\*) : تفترض جميع تفسيرات أزمة سعر الصرف أن أسواق الصرف الأجنبي تتسم بالكفاءة ، أي أنها تستخدم المعلومات المتاحة لديها أفضل استخدام ممكن . إلا أن الدلائل والبراهين المتاحة عن كفاءة هذه الأسواق تبدو قليلة للغاية ، بل على العكس من ذلك فبعض مظاهر وسلوكيات أسواق النقد الأجنبي (مثل أسواق المال الأخرى) لا تنفق و مفهوم الكفاءة على الإطلاق . ولاشك في أن سلوك القطيع هو أحد مظاهر عدم كفاءة هذه الأسواق . ولعل المثال الواضح على سلوك القطيع أو غريزة القطيع هو الدراسة التي قام بها شيلر حول سلوك المستثمرين خلال انهيار سوق الأسهم في أكتوبر ١٩٨٧ . إذ كان السبب الذي قدمه من قاموا ببيع الأسهم تبريراً لهذا السلوك هو أن الأسعار كانت تتدهور . وفي إطار أزمة لسعر الصرف ، فإن مثل هذا السلوك سوف يعني موجات كبيرة من البيع - أياً كان سبب حدوثها في البداية - يتم تضخيمها بضفة مستمرة من خلال آلية التقليد ، بحيث تتحول في النهاية إلى نزوح كبير غير منظم من العملة (٢١) . والسؤال هو لماذا يحدث سلوك القطيع ؟ بعض التفسيرات التي قدمت في هذا الصدد تستند إلى ما يمكن تسميته بتأثير «الزفة» (\*\*) الذي يدفع إليه الإيوان بتوافر معلومات خاصة لدى المستثمرين (٢٢) الآخرين . فإذا كان لدينا ثلاثة مستثمرين ، الأول لديه معلومات حول سوق العقار ، في حين يتوافر لدى

---

\* Herding.

\*\* Bandwagon Effects.

الثاني معلومات من البنوك ، بينما يتوافر لدى المستثمر الثالث معلومات حول الحوار، داخل مجلس الوزراء فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية . فإذا حصل المستثمر الأول على بعض المعلومات السالبة التي تدفعه إلى بيع ما لديه من عملة أو ما لديه من أصول مالية أخرى . وعلم المستثمر الثاني بأن المستثمر الأول قد قام بالبيع ، فسوف يقوم هو الآخر ببيع ما لديه من أصول حتى ولو كانت المعلومات التي لديه ليست سالبة بل حتى مطمئنة بعض الشيء . وسوف يقوم المستثمر الثالث في النهاية بالبيع أيضا - حتى ولو كانت المعلومات المتوافرة لديه موجبة ومطمئنة للغاية ، وذلك لأن قيام كل من المستثمر الأول والثاني بالبيع سوف يدفعه إلى الاعتقاد أنه قد توافرت لديهم معلومات سالبة غير مطمئنة حتى ولو لم تتوافر لديهم فعلا هذه المعلومات . بمعنى آخر فإن القضية المحورية هنا هي أن سلوك المستثمر لا يتحدد بما يعتقد أنه هو عن السوق أو عن الاقتصاد ولكن بما يعتقد أنه اعتقاد الآخرين نتيجة لسلوك معين من جانبهم أو نتيجة لتفسيره الخاص والفردى لحدث معين . فإذا انخفضت أسعار الأسهم لشركة معينة مسجلة في السوق وقام المستثمر بتفسير هذا الحدث بأنه ينطوي على قرار من المستثمرين الآخرين بالخروج من السوق ، فسوف يتخذ هو قراره أيضا بالخروج من السوق - عن طريق البيع - حتى ولو كان لديه اعتقاد آخر حول الأوضاع الاقتصادية والمالية . وهذا هو سلوك القطيع ، فليس المهم هو ما يعتقد المستثمر ولكن المهم هو مفهومه أو رؤيته عن اعتقاد الآخرين .

ثالثا : العدوى(\*) : تعني العدوى ببساطة شديدة أن انهيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى مما يترتب عليه تراجع في حركة النشاط الاقتصادي . وتتوافر العدوى أيضا إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة يترتب عليها انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى . ولا شك في أن العدوى تعكس سلوكا غير رشيد من جانب المستثمرين ، كما قد تترتب العدوى نتيجة لقيام المستثمرين بمعاملة عدد من الدول كمجموعة بناء

---

\* Contagion.

على ما يعتقدونه من وجود سمات مشتركة بينهم . وقد طرحت على بساط البحث قضية العدوى بصورة شديدة في دراسات الأزمات المالية بما فيها أزمات سعر الصرف حديثا ، حيث كان انتقال العدوى واضحا وفعالا خلال أزمة أمريكا اللاتينية (المكسيك) في التسعينيات ١٩٩٤-١٩٩٥ ، وكذلك خلال الأزمة الآسيوية التي بدأت في يوليو ١٩٩٧ ومازالت آثارها مستمرة حتى الآن . ونحن نفضل إرجاء الدخول في تفاصيل موضوع آثار العدوى - خاصة آليات العدوى الحديثة التي اكتشفت في أزمة المكسيك والأزمة الآسيوية خصوصا - إلى الفصل السابع من هذا الكتاب .

(جـ) الذعر المالي (\*) أو الأزمة المصرفية (\*\*): والذعر المالي لا يعدو أن يكون حالة من حالات انهيار أحد المصارف حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل (المودعون) بسحب قروضهم (ودائعهم) بأسلوب فجائي من مدين يتسم بالملاءة (٢٣). ويمكن القول إن تحقق ظاهرة الذعر المالي تتمثل في توافر ثلاثة شروط :

١- أن تزيد المديونية قصيرة الأجل عن الأصول قصيرة الأجل .

٢- ألا يحتوي السوق على دائن كبير يكون قادرا على توفير التسهيلات اللازمة لسداد الالتزامات قصيرة المدى .

٣- عدم وجود مقرض أخير أو مقرض نهائي . في مثل هذه الحالة فإن السلوك الرشيد يتطلب من كل دائن أن يسحب ائتمانه إذا كان الدائنون الآخرون يحاولون الهروب من هذا المدين عن طريق سحب ائتمانهم ، على الرغم من أن كل دائن قد يكون على استعداد للإقراض أو توفير الائتمان إذا كان الدائنون الآخرون يتبنون ذات التوجه . والأزمة المصرفية من الصعب التعرف عليها في الواقع ، نظرا لطبيعة المشكلة من ناحية ولنقص البيانات والمعلومات من جهة أخرى . كذلك فإن تتبع الأزمات المصرفية التي حدثت في السبعينيات أو الثمانينيات والتسعينيات في الدول المتقدمة الصناعية يشير إلى أن هذه الأزمات لم تتولد في جانب الخصوم (المطلوبات) من ميزانيات البنوك في الدول التي حدثت فيها

---

\* Financial Panic.

\*\* Banking Crisis.

الأزمة (٢٤) . أما بالنسبة للدول النامية فتأخذ الأزمة في العادة شكل الهجوم على البنوك لسحب الودائع ، مثال ذلك أزمة الأرجنتين والفلبين وتايلاند وتركيا في الثمانينيات والتسعينيات ، وفي الأزمة الآسيوية في كوريا حيث عجزت البنوك عن مد آجال الودائع المتبادلة بين البنوك .

وتنشأ أزمات البنوك عادة في جانب الأصول من ميزانية البنك - وهو الأمر السائد في الدول المتقدمة والدول النامية على السواء - نتيجة لتدهور نوعية الأصول ، حيث يتزايد نصيب الديون غير المنتظمة في المحفظة الائتمانية للبنوك ، ومن هنا يمكن التعرف على عدد من المتغيرات التي يمكن أن تساعد - وليس بالضرورة أن تؤدي حتما - على حدوث الأزمة المصرفية ، مثل انهيار سوق العقار أو سوق الأسهم ، أو انهيار وحدات قطاع الأعمال المدينة للجهاز المصرفي (٢٥).

( د ) الأزمة المنظومية (\*) : الأزمة المنظومية تعني أن الأزمة لا تقتصر على قطاع واحد أو مظهر واحد ولكنها تمتد إلى المنظومة ككل ، فهي أزمة عضوية أو أزمة بنيوية ، وهناك عدد من السمات التي تميز الأزمة المنظومية (٢٦) وهي :

١ - أن الأزمة المنظومية تتولد في الأسواق المالية أو يتم تضخيمها بواسطة الأسواق المالية ، وبصورة أكثر دقة فإن المخاطر المنظومية تتولد في عملية التمويل ، بمعنى أن ما يحتاجه المشروع من أموال لأداء مهامه يتم توفيره بواسطة مستثمرين خارج المشروع . وهكذا فالمخاطر المنظومية لا تنشأ إذا كان التمويل يتم ذاتيا ، أي من الأموال الذاتية للمشروع ، ومن هنا تلعب نسبة المديونية دورا مهما .

٢ - السمة الثانية للأزمة المنظومية أنها تنطوي على عنصر العدوى ، بمعنى أن الأزمة في بلد معين تسبب أو يبدو أنها تسبب أزمة أو عدم ملاءة أو إفلاس في دولة أخرى لا يبدو على اقتصادها أنه يعاني من أية أزمة .

٣ - الأزمة المنظومية تنطوي على فقدان ثقة المستثمرين ، وهذا يعني أن المستثمرين أو المؤسسات المالية يقومون بتخفيض حجم السيولة الذي يكونون على استعداد لتوفيره ، هذا التقلص في حجم السيولة لا يتم بناء على ظروف واعتبارات موضوعية ، ولكنه نتاج تغير في مزاج المستثمرين .

---

\* Systemic crisis.

٤ - تنطوي الأزمة المنظومية على تكلفة عالية جدا متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية . فانهيار سوق الأسهم لا يمكن اعتباره أزمة منظومية ، فإذا ترتب على الانهيار إعادة توزيع الثروة من المضاربين على الجانب الخاسر (الذين قاموا بالبيع حينما كانت الأسعار متدنية) إلى المضاربين على الجانب الكاسب (الذين قاموا بالشراء حينما كانت الأسعار منخفضة) دون التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي ، فإنه لا يمكن النظر إلى أزمة سوق الأسهم بوصفها أزمة منظومية ، فالأزمة لكي تصبح أزمة منظومية لا بد وأن تسبب معاناة للمواطن العادي ولا تقتصر المعاناة على المتعاملين بالبورصة .

٥- الأزمة المنظومية تتطلب تدخل الحكومة من خلال السياسة الاقتصادية ، ذلك أن الأزمة تؤدي إلى تدني الأداء الاقتصادي وهو ما يستدعي ضرورة التدخل من خلال السياسات العامة . ويصبح التدخل الحكومي مطلوباً إذا كانت هناك آثار جانبية للأزمة . فإذا حدثت موجة من الإفلاسات ، فإنها لا تعتبر أزمة منظومية إذا اقتصر الضرر على المتعاملين مع الشركات أو المشروعات التي أشهرت إفلاسها ، أما إذا امتدت الأضرار إلى خارج دائرة المتعاملين مع المشروعات المفلسة وجب التدخل الحكومي ، لأن الإفلاس أصبح له هنا تكلفة اقتصادية عالية .

٦ - أحد السمات المهمة والأخيرة للأزمة المنظومية هي عدم وجود حدث محدد يمكن اعتباره أو النظر إليه باعتباره مفجر الأزمة(\*) .

ولاشك في أن الأزمة الآسيوية تشترك مع الأزمة المنظومية في عدد من السمات .

(هـ) أزمة المخاطر المعنوية(\*\*): طرح مفهوم المخاطر المعنوية بشدة بعد قيام الأزمة الآسيوية ، وقد اهتم به بصورة خاصة تقرير صندوق النقد الدولي (٢٧) (مايو ١٩٩٨) ، على أساس أن المخاطر المعنوية قد لعبت دوراً محورياً في الأزمة الآسيوية . وتتحقق المخاطر المعنوية حينما يفشل الطرف المؤمن لصالحه من اتخاذ الاحتياطات الواجبة لمنع حدوث الواقعة أو الحدوث المؤمن ضده . فإذا فشل المؤمن لمصلحته ضد الحريق في اتخاذ

---

\* Triggering event.

\*\* Moral Hazard crisis.

الحد الأدنى من الإجراءات الوقائية الضرورية لمنع حدوث الحريق فوق الحريق ، فإن ذلك ينطوي على مخاطر معنوية مهمة . وفي مجال الأسواق المالية تثار المخاطر المعنوية إذا اعتقد المستثمرون أو المودعون لدى البنوك أن الحكومة سوف تضمن استثماراتهم وودائعهم سواء في حالة فشل هذه الاستثمارات أو في حالة انهيار البنوك . ويترب على هذا الاعتقاد تراخي المستثمرين والمودعين في مراقبة ومتابعة نشاط الشركات والبنوك وضمان الاتزان والحيطة والحذر في قراراتهم وإجراءاتهم (٢٨) . وبصورة خاصة تقوم البنوك بالإفراط في الإقراض عما كان يمكن أن يكون عليه الحال في غياب الاعتقاد بوجود الضمانات الحكومية .

وطبقا للتفسير السابق فإن المخاطر المعنوية إنما تتمثل في وجود حالة من الإفراط في المديونية نتيجة للاعتقاد بوجود شبكة للأمان ، في حين أن الأزمة المنظومية تحدث نتيجة لصدمة خارجية يترتب عليها وجود موجات كبيرة من الإخلال بالالتزامات التي تصل لحد التوقف عن الدفع (٢٩).

ويرى رومر واكرلوف أن المخاطر المعنوية تثار حينما تقوم البنوك بالإقراض (تلقي الودائع) على أساس وجود ضمان ضمني أو ظاهري لخصوم أو مطلوبات البنك . فإذا كانت القاعدة الرأسالية في البنوك ضعيفة أو أن البنوك لا تتبع قواعد الحيطة والحذر فإنها قد تستخدم الأموال المتاحة لديها لإقراض مشروعات ذات مخاطر عالية (٣٠) . ويشير رومر واكرلوف إلى أن استخدام البنوك السيئ للودائع المتاحة لديهم (الأموال المتاحة لديهم) نظرا لاعتبار وجود أو توافر الضمانات الحكومية يدخل تحت مسمى «اقتصاديات السرقة» ويشير إلى أن الاستخدام غير الكفء للودائع (أي الموارد المتاحة لدى البنوك) كان سمة مميزة لأزمة بنوك الإقراض والادخار في الولايات المتحدة في الثمانينيات (٣١).

وتثور مشكلة المخاطر المعنوية على مستويات متعددة . فالدول النامية سوف تتردد أو تتراخى في اتخاذ السياسات الاقتصادية المطلوبة نظرا لاعتقادها وإيمانها أن صندوق النقد الدولي سوف يتقدم في الوقت المناسب ببرنامج للإنقاذ . أو العكس أي أن قيام الصندوق بالإنقاذ يخلق حالة من التراخي في الأداء من جانب حكومات تلك الدول . كذلك فإن البنوك العالمية في فتحها لخطوط الائتمان أو إقراضها للبنوك في الدول النامية

لا تلتزم بالقواعد المتعارف عليها في حساب المخاطر، وكثيرا ما لا تهتم بمتابعة المؤشرات الأساسية لهذه البنوك ، ويتم ذلك بناء على اعتقاد البنوك العالمية أن هناك ضمانا ضمنيا من جانب حكومات الدول النامية للتدخل في الوقت المناسب لإنقاذ البنوك ومنع انهيارها . كذلك تقوم البنوك المحلية بالتوسع في الإقراض للأفراد والشركات دون الالتزام بقواعد حساب المخاطرة تحت اعتقاد ضمان الحكومة للودائع أو تحت الاعتقاد بأن الحكومة ظاهرا أو ضمنا لن تسمح بانحيار أي مؤسسة مصرفية أو مالية ، وبالتالي يتم الإقراض زيادة عن الحدود المسموح بها دون الالتزام بالقواعد والأعراف المصرفية في حساب المخاطر . وكما يقول البعض فإن إدارات البنوك وكأنها تلعب اللعبة التالية «إذا نجحنا فالمكاسب لنا وإذا فشلنا فسوف تتحمل التبعة والنتائج الخزانة العامة . . . أي دافعو الضرائب» (٣٢).

( و ) أزمة انفجار الفقاعة : يشير البعض إلى أزمات انفجار أو انهيار الفقاعة المالية على أنها تحدث حينما يقوم المضاربون بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية . وفي كل فترة قد تنمو الفقاعة وتتضخم (حيث يتم قياس الفقاعة بمدى انحراف سعر الأصل المالي عن سعره الأساسي) وقد تنفجر . ولا يمكن القول إن انفجار الفقاعة حينما يحدث يكون متوقعا ، كما لا يمكن القول أيضا أنه بعيد عن الرؤية المستقبلية للمشاركين والمتعاملين في السوق لأنهم يكونون على وعي بوجود الفقاعة . وحقيقة الأمر أن أزمة انفجار الفقاعة المالية لا يمكن النظر إليها بمعزل عما يحدث في بقية النظام المالي والنظام الاقتصادي ، فهي لا تنفصل عن سياسات الائتمان والمخاطر المعنوية . فحتى يمكن أن يكون الدخول إلى سوق الأصول المالية جذابا للمضاربين لابد وأن تتصاعد من فترة لأخرى أسعار هذه الأصول أي أن تنمو الفقاعة وتتضخم ، وحتى يحدث ذلك لابد من ضخ كمية من القوة الشرائية في السوق تكون كفيلة برفع أسعار الأصول ، بحيث يعقب ذلك ضخ موجة أخرى من القوة الشرائية لتظل الأسعار في ارتفاع مستمر إلى أن يوقن المتعاملون في السوق أن الأسعار السائدة وبالتالي معدل العائد إلى السعر قد وصل إلى مستويات لا يمكن تبريرها فتبدأ عملية التصحيح التي قد تتحول إلى انفجار بناء على مدى نمو الفقاعة من جهة ومدى ثقة المستثمرين في السوق من جهة أخرى . ولا شك في أن انهيار سوق العقار في اليابان خاصة في طوكيو في أوائل التسعينيات وكذلك سوق الأسهم الياباني هو ممثل حقيقي لأزمة انفجار الفقاعة .

( ز ) أزمة السيولة الدولية : أو بمعنى أدق أزمة شح السيولة (\*) الدولية أو اختفاء السيولة الدولية ، وتحدث هذه الأزمة حينما يتسم النظام المالي المحلي بتدني سيولته الدولية ، أو اختفائها . ويرى البعض (٣٣) أن الانهيار المالي هو أحد السمات المميزة والأساسية للأزمة الآسيوية . فقد اتسمت هذه الأزمة في عديد من البلدان التي نشأت فيها بانهيار البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإغلاقها وتوقف نشاطها (كوريا وتايلاند وإندونيسيا) . كما يرتبط الانهيار المالي (\*\*) بالتدهور الشديد في أسعار الأصول ، وكان الانهيار المالي أحد الأسباب المهمة وراء التدهور الحاد والسريع في أسعار الصرف في الدول الآسيوية منذ منتصف عام ١٩٩٧ . ولا شك في أن انهيار النظام المالي كان أحد نتائج الأزمة الآسيوية . والسؤال الذي يطرحه البعض : ما العوامل المسؤولة عن هشاشة أو ضعف النظام المالي بحيث لا يستطيع الصمود أمام أي صدمة خارجية - مثل تحول اتجاه انسياب رؤوس الأموال ؟ يعود السبب الرئيسي في هشاشة أو ضعف النظام المالي إلى عدم سيولته الدولية . ويشير مفهوم تدني أو اختفاء السيولة الدولية لأي نظام مالي إلى عدم الاتساق أو التوافق بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم (الموجودات والمطلوبات) الدولية لهذا النظام . ومن هنا فإن المحدد الأساسي لمفهوم السيولة الدولية لأي نظام مالي هو هيكـل آجال استحقاق الأصول والخصوم الدولية أو الأجنبية لهذا النظام المالي . وهنا علينا تحديد المؤسسات الداخلة في تعريف النظام المالي والتي علينا دراسة آجال استحقاق موجوداتها ومطلوباتها (أصولها وخصومها) الأجنبية . والقضية ليست قضية آجال استحقاق الأصول والخصوم الأجنبية فقط ، بل أكثر تحديدا يقتصر مفهوم شح السيولة الدولية لأي نظام مالي حينما تفوق التزاماته قصيرة المدى بالعملية الأجنبية ما في حوزته أو ما يمكن أن يحصل عليه من عملة أجنبية في المدى القصير (٣٤) . فإذا عجزت أصوله المقومة بالعملية الأجنبية قصيرة المدى - أو بمعنى أدق أصوله السائلة بالعملية الأجنبية - عن تغطية خصومه والتزاماته قصيرة المدى المقومة بالعملية الأجنبية فإن النظام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية يترتب عليها النزوح من العملة الوطنية . ويثور الخلاف حول ما يمكن أن يندرج تحت تعريف الأصول السائلة بالعملية الأجنبية ، ولكن جرى

\* Illiquidity Crises.

\*\* Financial Collapse.

الاتفاق على أن أقرب المؤشرات للتعبير عن الأصول السائلة بالعملة الأجنبية هو رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لدى السلطات النقدية . أما الخوصوم (المطلوبات) الدولية أو الأجنبية في المدى القصير للنظام المالي فإنها تتضمن رصيد المديونية الأجنبية قصيرة الأجل ، والودائع تحت الطلب المقومة بالعملات الأجنبية . والفرق بين الاثنين هو أن الأولى تمثل التزامات تجاه الأجانب ، في حين أن الثانية تمثل التزامات تجاه المقيمين المحليين . ويضيف البعض رصيد الودائع تحت الطلب المقومة بالعملة المحلية ، وذلك على أساس أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت مع القابلية للتحويل يمكن النظر إلى هذه الودائع باعتبارها فعليا وواقعا التزامات بالعملة الأجنبية . ولا نريد هنا الدخول في الخلاف حول ما يمكن أن يندرج وما لا يمكن أن يندرج تحت بند الخوصوم أو الأصول الدولية السائلة وقصيرة المدى . كل ما نريد التأكيد عليه هو المتابعة الدقيقة لمعدل تزايد كل من الأصول الدولية السائلة والالتزامات الدولية قصيرة الأجل . ويرى أصحاب هذا الرأي أن أزمة شيلي ١٩٨٢ وأزمة المكسيك ١٩٩٤ والأزمة الآسيوية ١٩٩٧ تتسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية . ولا شك في أن فقدان النظام المالي لسيولته الدولية يخلق أزمة ثقة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي . ومن العوامل التي تساعد على تدني وانخفاض السيولة الدولية للنظام المالي برامج سياسات التحرير المالي قبل الأزمة ، و زيادة الالتزامات الدولية قصيرة الأجل بمعدلات متسارعة ، وزيادة المديونية المقومة بالعملات الأجنبية . ولا شك في أن فقدان النظام المالي لسيولته الدولية يجعل النظام المالي أكثر ضعفا وأقل قدرة على مواجهة أي صدمة خارجية .

يمثل ما سبق استعراضا لتعريف وتصنيف الأزمات المالية المختلفة وسمات كل منها . وكما يبدو واضحا فإن الأزمة الآسيوية لا تنتمي لأي منها كلية ، بل الواقع أنها تحوي عنصرا أو عناصر من هذه الأزمات المختلفة . ويمكن القول إن أي تفسير للأزمة الآسيوية أو تصنيف لها لابد وأن يتضمن العناصر التالية ، وهي عناصر استخرجناها من واقع التجربة ومن التتبع الدقيق لمجرياتها . فالأزمة نشأت في القطاع الخاص ولم يكن سلوك الحكومة المتمثل في عجز المالية العامة هو السبب وراء الأزمة . كذلك يختلف سلوك المؤشرات الكلية الاقتصادية الأساسية من دولة لأخرى قبل الأزمة وفي أثنائها . من ناحية أخرى فلا بد أن تعرف لماذا حدثت الأزمة في هذه الدول بالذات ،

ذلك أن المؤشرات الاقتصادية الكلية الأساسية في بعضها كانت أقل سوءا من مستواها في دول أخرى عديدة ومع ذلك حدثت الأزمة في آسيا . كذلك تتميز الأزمة الآسيوية مشاركة مع الأزمة المكسيكية بوجود ارتباط قوي بين انهيار سعر الصرف والأزمة المصرفية ، فقد انهار سعر الصرف والنظام المالي معا . كذلك فإن هذه الأزمة تتميز بأن الانهيار الكبير كان نتاج حادث أو أحداث صغيرة ، وأن العقاب لم يكن بمثل الجرم . كذلك لعب تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات في هذه الدول وتدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل وبكميات ضخمة دورا مهما في الأزمة ، خاصة عندما تغير اتجاه انسياب رؤوس الأموال وبدأت في الاتجاه نحو الخارج في موجات كبيرة . ويمكن القول أيضا إن هذه الأزمة تحوي بعض سمات أزمة تضخم فقاعة الأصول ، كما تحمل سمات أزمة المخاطر المعنوية . ولا شك في أن فقدان النظام المالي لسيولته الدولية كان عاملا حاسما في الأزمة .

ويمكن وصف الأزمة الآسيوية على النحو التالي :

أدى نجاح أداء هذه الاقتصاديات عبر فترة ممتدة من الزمن - تصل إلى ما يزيد على عقدين من الزمان - بالاستناد إلى سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية إلى تدفقات ضخمة لرؤوس الأموال إلى هذه الدول ، وتصاعدت موجات هذا التدفق في النصف الثاني من التسعينيات . ليس غريبا إذن أن يطلق على هذه الأزمة «أزمة نجاح» بمعنى أن نجاح هذه الدول قد يكون سببا في أزمتها .

واتخذت هذه التدفقات شكل الأموال قصيرة الأجل أو الأموال الساخنة ، وقد ساعد على هذا التدفق ثلاثة عوامل مهمة هي :

١ - تحرير حساب رأس المال في هذه الدول وبصورة شاملة وفك قيود حركة النظام المالي المحلي .

٢ - وجود سيولة عالمية فائضة نتيجة للانكماش في كل من اليابان وأوروبا .

٣ - عدم كفاءة أسواق رأس المال العالمية وآلياتها في تخصيص الأموال المتاحة لديها .

وقد انسابت هذه التدفقات من خلال المؤسسات المالية المحلية سواء كانت مصرفية أو غير مصرفية . ولم يستطع - بل عجز - هذا النظام المالي بمؤسساته عن استيعاب هذه الأموال وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المنتجة ، مما ترتب عليه إفراط في الاستثمار وفي

أنشطة إما متدنية العائد أو أنشطة أخرى تعتبر مجالا ربحيا للمضاربة السعرية ، وقد ساعدت القوة الشرائية المتزايدة الموجهة إلى مجالات المضاربة كأسواق الأسهم والعقار إلى تكون فقاعة في أسواق الأصول وتضاعفت هذه الفقاعة بمرور الوقت ، وهو أحد العوامل التي جعلت الانهيار كبيرا حينما انفجرت هذه الفقاعة . وقد عجز النظام المالي أيضا - أو على أفضل تقدير لم يكن مستعدا - للاستجابة السريعة حينما تغير اتجاه تدفق هذه الأموال كلية من جهة الداخل إلى جهة الخارج . وتشير بعض التقديرات إلى أن التدفق الصافي لرؤوس الأموال من الخارج قد انخفض من ٩٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ١ ، ١٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، وهو تأرجح من الداخل إلى الخارج يبلغ مقداره ١٠٥ بليون دولار أمريكي في مدى زمني قصير جدا قادر على خلخلة أي نظام مالي . ويبلغ هذا التدفق السالب حوالي ١١٪ من إجمالي الناتج المحلي لدول الأزمة البالغ ٩٣٥ بليون دولار أمريكي .

وقد أدى الإفراط في الاستثمار إلى تخطي معدل الاستثمار المحلي معدلات الادخار المحلي - بالرغم من ارتفاع معدلات الادخار المحلي - بحيث ترجمت هذه الفجوة نفسها في شكل عجز في ميزان المدفوعات . وقد ساعد على تفاقم هذا العجز عوامل ومتغيرات مهمة تتعلق بعضها بالسياسة الداخلية والبعض الآخر بالبيئة الدولية ، بجانب السياسات الخاطئة للدفاع عن سعر الصرف الثابت ، بحيث إنه حينما انفجرت الأزمة كان التدهور حادا وسريعا . وقد ساعد على هذا التدهور تحول الأزمة إلى أزمة ثقة ولعل أسلوب مواجهة هذه الأزمة هو أحد العوامل التي ساعدت على زيادة حدة التدهور . ولاشك في أن هشاشة أو ضعف النظام المالي كان العامل الأساسي المسئول عن حدة التدهور وسرعة الانتشار وتعمق عدم الثقة . وقد ساعد العديد من الآليات على انتشار عدوى هذه الأزمة من موطن انفجارها إلى الإقليم المجاور ثم انتقلت العدوى عبر المحيطات إلى الأسواق المالية في أرجاء المعمورة .

ولاشك في أن بعض أسباب هذه الأزمة يكمن في سلوك بعض المتغيرات الكلية الأساسية وخاصة ميزان المدفوعات وما يرتبط به من متغيرات من جهة وفي ضعف وهشاشة النظام المالي من جهة أخرى . ولاشك في أن استجابة الحكومات لهذه الأزمة وكذلك المؤسسات الدولية في البداية قد ساعد على تفاقم حداثها من خلال أزمة فقدان الثقة ، بجانب بعض العوامل المساعدة الأخرى الدولية والمحلية . وهذا موضوع دراسة الفصول القادمة .

### هوامش الفصل الثالث

Robert Wade & F. Veneroso "The Asian Crisis: The High Debt Model VS The Wall Street - Treasury - IMF Complex". Russel Sage Foundation working papers, November 1998.

Krugman, Paul "The Myth of Asia's Miracle", Foreign Affairs 1994, 73 (6), November - December, pp 62 - 78.

S. Rodelet & J. Sachs: "The Onset of East Asian Financial Crisis" NBER, working paper No. 6680.

WR Kline & K. Barnes: "Spreads & Risks in Emerging Markets lending" Institute for International Finance, Research Paper No. 97 - 1, November 1997.

انظر

Lehman Brothers: "Global Weekly Monitor", 6th June 1997.

Morgan Grenfell: "Outlook for Global Bond Market" Quarter Three 1996.

Bank of America, "World Information Service: Country Data Forecast", September 1996.

J. P. Morgan, "World Financial Markets", 25th June 1996, New York, PP-64-72.

Deutsche Morgan Grenfell: "Economic & Financial Outlook", Monthly Bulletin, 16th June 1997, PP-58-61.

Banque Indosuez "Emerging Perspectives" June 1997, P-8.

ABN-Amro Bank . "Economic Perspectives" June 1998. P 42.

IMF, "World Economic Outlook: May 1997. Washington DC. June 1997. Table (A5) Statistical Appendix.

Robert Wade : The Asian Debt - And - Development crisis of 1997? Causes & Consequences. Russel Sage Foundation, Working Papers, New York 1998, P5.

J. Sachs "Power Unto Itself: Why the IMF needs reassessment, Financial Times, 12 December 1997.

P. Krugman: "A Model of Balance of Payment crisis", Journal of Money, Credit and Banking 1979, 11, PP 311-325.

Eichengreen B., A. Rose, C. Wyplosz, "Contagious Currency Crisis: First Tests", Scandinavian Journal of Economics, 9, No.4, 1996, PP 463-484.

M. Connolly & D. Taylor: "The Exact Timing of The Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact On The Relative Prices of Traded Goods", Journal of Money, Credit and Banking, 1984, 16, PP 194-207.

P. Krugman & J. Ratemberg, "Speculative Attacks on Target Zones", In P. Krugman & M. Milla (eds). Target Zones Currency Bands, Oxford University Press 1991.

R. Flood & N. Marrion, "Perspectives On The Recent Crises Literature", NBER, Working Paper No. 6380, January 1998, PP 1-2.

J. Sachs & S. Rodalet, "The Onset .....", Op cit PP 22-24, 32-33,

J. Sachs, A. Tarnell, A. Velasco, "Financial Crises In Emerging Markets, انظر أيضا Brooking Papers on Economic activity, No. 16, 1996, PP 174-215.

M. Obstfeld, "The logic of Currency Crises", NBER, Working Paper No. انظر 4640, 1994.

M. Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features" رانظر أيضا European Economic Review, 40, 1996, PP 1037-1047.

P. Krugman, "Currency Crises" A paper proposed for NBER Conference on October 1997, P 5.

R. Shiller, "Market Volatility" MIT Press Cambridge Massachusets, 1989.

٢٢ - لقد وجدت أن التعبير الأكثر مناسبة لاصطلاح "BandWagon Effects" هو «آثار الزفة» ذلك أن الزفة، التي تسير في الشارع تخلق قوة جذب للانضمام إليها إما بالمشاركة في التصفيق أو الطبل والرقص . . إلخ ، ويمكن أن تسمى أيضا «آثار المزفة» حيث إن المزفة هي المحفة أو المركبة التي تزف فيها العروس وتسير خلفها مركبات أخرى . ويعني ذلك أن هناك مستثمرين يقومون بالبيع (بيع الأصول المالية التي لديهم) لا لسبب إلا لكونهم يرون المستثمرين الآخرين يقومون بالبيع ، وبالتالي فكل ما يفعلونه هو المشاركة في الموكب . ويمكن أن تسمى أيضا «آثار الموكب» وإن كان الموكب يتسم بالانضباط والنظام عكس الزفة فهي تتسم بعدم النظام والفوضى .

D. Diamond & Ph. Dybvig, "Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance, Journal Of Political Economy, Vol. 91, PP 401-419.

IMF, "World Economic Outlook" May 1998, Washington D.C., 1998, PP 76-77.

IMF, Opcit, P 77.	- ٢٥
David Marshall, "Understanding The Asian Crises: Systemic Risk as Coordination Failure, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Third Quarter 1998, PP 16-17.	- ٢٦
IMF, "World Economic Outlook", May 1998, Opcit P 8.	- ٢٧
David Marshall, "Understanding The Asian Crises", Opcit P 17.	- ٢٨
David Marshall, "Understanding .....", Opcit P 17.	- ٢٩
J. Sachs & S. Rodelet, "The Onset of The East Asian Financial Crises", Opcit P 6.	- ٣٠
Sachs & Rodelet, "The Onset .....", Opcit P 6.	- ٣١
Paul Krugman, "The confidence Game", The New Republic, a Weekly Journal of Opinion, October 1998.	- ٣٢
R. Chany & A. Velasco - The Asian Liquidity Crises, NBER, Working Paper No. 6796, Nov. 1998, PP 16-19.	- ٣٣
Ibid, P. 24.	- ٣٤

## الفصل الرابع أسباب الأزمة

### ١ - الاختلالات على المستوى الكلي

ناقشنا في الفصل السابق طبيعة الأزمة وفي أي نوع من أنواع الأزمات يمكن تصنيف الأزمة الآسيوية ، ولقد رأينا أنها تحوي في داخلها سمة أو عنصرا على الأقل من بعض عناصر نماذج الأزمات التي أشرنا إليها في الفصل السابق . ونحاول في هذا الفصل دراسة أسباب الأزمة . وتجدد الإشارة هنا إلى أننا نفرق بين أسباب الأزمة ، أو العوامل التي فجرتها العوامل والمتغيرات التي أدت إلى تعمقها وانتشارها ووصولها إلى الأبعاد التي بلغتها . ذلك أنه بمجرد أن انفجرت الأزمة فإن سلسلة ردود الأفعال في الأسواق المالية وسلوك القطيع والمخاطر المعنوية والبيئية الدولية المحيطة وتعمق أزمة الثقة أدت كلها إلى انهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول ( المالية والعقارية ) وتراجع النشاط الاقتصادي بدرجات وأبعاد من الصعب تبريرها وربطها بسلوك المتغيرات الإجمالية أو حجم الاختلالات فيها . وقد سبقت الإشارة إلى أنه يمكن تقسيم أسباب الأزمة إلى اختلالات هيكلية في بعض المتغيرات الإجمالية خاصة ميزان المدفوعات ، واختلال بنية النظام المالي أو هشاشة النظام المالي المحلي . ولا يعني ذلك انفصال هاتين المجموعتين من الأسباب ، فالروابط بينهما قوية وبينهما علاقات متبادلة لا يمكن إنكارها ولكننا فضلنا معالجة كل منهما على حدة وفي فصل مستقل ، على أن يتم الربط بينهما فيما بعد . من ناحية أخرى أشرنا في الفصل السابق إلى أن نجاح هذه الاقتصاديات الآسيوية وأداءها

المتميز كان من أهم العوامل التي دفعت إلى تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال ( كانت في أغلبها رؤوس أموال ساخنة - قصيرة الأجل - ) لم يستطع النظام المالي استيعابها وتوجيهها نحو القنوات المنتجة ، ومن هنا انهار النظام عند تغير اتجاه هذه الأموال من الداخل إلى الخارج . وبالتالي فإن الفصل الحالي الذي يتناول سلوك المتغيرات الإجمالية وما إذا كان ينطوي على اختلالات تدفع لانفجار الأزمة سوف ينقسم في تناوله لسلوك هذه المتغيرات الإجمالية إلى قسمين رئيسيين ، الأول يتعلق بالإنجازات في حين يتعلق الثاني بالاختلالات .

#### (أ) الإنجازات :

يشير الجدول رقم ( ١ ) في الملحق الإحصائي لهذا الفصل إلى سلوك بعض المتغيرات الإجمالية خلال الفترة ١٩٦٥-١٩٩٧ . ويوضح الجدول بما لا يدع مجالا للشك أن دول الأزمة قد استطاعت أن تحقق معدلات نمو عالية غير مسبقة وبشكل مضطرب وعبر فترة ممتدة من الزمن . فخلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٠ بلغ معدل النمو السنوي للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي في تايلاند نسبة ٤,٧ ٪ ثم قفز إلى معدل سنوي نسبته ٩,١ ٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٥-١٩٩٠ ، في حين بلغ معدل النمو السنوي ٨,٩ ٪ خلال ١٩٩٠-١٩٩٥ . وتراجع هذا النمو عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على الأزمة (حيث بلغ ٥,٥ ٪ سنويا) . أما ماليزيا فقد حققت معدلا سنويا للنمو نسبته ٧,٥ ٪ خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٠ ، انخفض إلى معدل نمو سنوي نسبته ٦ ٪ خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٩٠ ، ثم قفز مرة أخرى إلى معدل نمو سنوي نسبته ٩ ٪ تقريبا (٨,٩ ٪) خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ ، وكان معدل النمو السنوي ٨,٦ ٪ عام ١٩٩٦ . وتحقق النمط ذاته من النمو وإن كان بمعدلات مختلفة في كل من كوريا الجنوبية وإندونيسيا ، فخلال الفترة ١٩٦٥-١٩٦٥ بلغ معدل النمو السنوي في كوريا الجنوبية ٩,٥ ٪ ، انخفض إلى معدل سنوي نسبته ١,٧ ٪ خلال العقد التالي ١٩٧٥-١٩٨٥ ، ثم قفز إلى معدل نمو سنوي نسبته ٩,٥ ٪ خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٠ ، وكان معدل النمو قد بلغ نسبة ٨,٧ ٪ خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ ، ثم تراجع بشكل بسيط خلال عام ١٩٩٦ - وعام ١٩٩٧ . وبلغ معدل النمو السنوي في إندونيسيا ٨ ٪ و ٧,٤ ٪ في

الفترتين ١٩٧٠ - ١٩٧٥ ، و ١٩٧٥ - ١٩٨٠ على التوالي ، ثم انخفض إلى معدل نمو سنوي نسبته ٥,٦٪ خلال العقد التالي ١٩٩٨ - ١٩٩٠ ، ثم قفز إلى نسبة ٧,١٪ سنويا خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ . وقفز معدل النمو السنوي إلى ٨٪ عام ١٩٩٦ ، وكانت الفلبين هي الدولة الوحيدة التي حققت معدلات نمو متواضعة خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٥ حيث بلغ معدل النمو السنوي ٥,٢٪ خلال هذا العقد في حين قفز معدل النمو السنوي إلى ٩,٥٪ عام ١٩٩٦ .

ولقد تحقق هذا النمو الاستثنائي مصحوبا بعجز متواضع في الموازنة العامة وبمعدلات تضخم مقبولة للغاية ، ففي تايلاند انخفض عجز الموازنة العامة ( كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من متوسط نسبته ٤,٤٪ خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٥ إلى أقل من ١٪ خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٥ ثم تحول إلى فائض بلغت نسبته ٣,٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، أما التضخم السنوي فقد انخفض من معدل سنوي نسبته ٨,٥٪ خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٥ ، إلى معدل تضخم سنوي نسبته ٤,٥٪ خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٥ ، كذلك الأمر بالنسبة لإندونيسيا حيث بلغ عجز الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نسبة ١,٥٪ خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٥ ، ثم تحول إلى فائض نسبته ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، واتجه معدل التضخم السنوي نحو الانخفاض من حوالي ١١٪ خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٥ إلى معدل سنوي نسبته ٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، ثم عاود الارتفاع ليصل إلى متوسط ١٠٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ .

أما بالنسبة لكوريا الجنوبية فلم يصل عجز الموازنة العامة إلى ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي إلا خلال السنوات الخمس من ١٩٨٠ - ١٩٨٥ ، أما ما عدا ذلك خاصة خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٥ فلم يتعد العجز - بل لم يصل إلى - ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، وانخفض معدل التضخم السنوي من متوسط نسبته ١١٪ خلال الفترة من ١٩٨٠ - ١٩٨٥ ، إلى متوسط سنوي نسبته ٦٪ خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٥ .

وسارت ماليزيا على ذات النمط تقريبا ، حيث انخفض متوسط عجز الموازنة ( كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من ٣,١٣٪ خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٥ ، إلى ٣,٦٪ خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ ، ثم إلى ما هو دون ١٪ ( - ٠,٤٪ ) خلال

الفترة التالية ١٩٩٠-١٩٩٥ . وانخفض معدل التضخم السنوي من متوسط نسبته ٥٪ خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٥ إلى ١,٦ ٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٥ - ١٩٩٠ ثم عاود الارتفاع إلى معدل سنوي نسبته ٣,٧ ٪ خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ .

وظل عجز الموازنة العامة منخفضا للغاية في الفلبين فلم يصل إلى ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي في أي فترة من الفترات ، وبلغ ١,١ ٪ خلال السنوات الخمس ١٩٩٠-١٩٩٥ . ويعتبر معدل التضخم في الفلبين هو أعلى المعدلات في دول الأزمة حيث بلغ متوسطه السنوي نسبة ١٠,٥ ٪ خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٥ وانخفض إلى ٤,٨ ٪ و ٥,٥ ٪ عامي ١٩٩٦ و ١٩٧٧ على التوالي .

وقد أمكن إنجاز هذه المعدلات المرتفعة من النمو عبر هذه الفترة الزمنية الطويلة نظرا لمعدلات الاستثمار المرتفعة التي أمكن تحقيقها ، حيث استطاعت هذه الاقتصاديات توجيه نسبة متزايدة من ناتجها القومي ومواردها المتاحة نحو بناء طاقات إنتاجية جديدة وتوسعة الطاقات الإنتاجية القائمة . فخلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٠ بلغ متوسط نصيب الاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي في تايلاند نسبة ٢٥,٥ ٪ ، وهو معدل مرتفع بكل المقاييس ، ولا بد وأن يكون قد تحقق على حساب الاستهلاك النهائي الخاص . ثم ارتفع هذا المعدل (نصيب الاستثمارات في الناتج المحلي) إلى ٤٠ ٪ خلال الفترة الثالثة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ثم قفز معدل الاستثمار إلى ما يفوق ٥٠ ٪ عام ١٩٩٦ حيث بلغ ٥٤,٦ ٪ .

وتخطى معدل الاستثمار في (نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي) في إندونيسيا ٣٢ ٪ خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ ، ثم ارتفع إلى نسبة ٣٤ ٪ خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ ، في حين بلغ ٥٠,٩ ٪ خلال عام ١٩٩٦ ، ثم قفز إلى ٥٨,٢ ٪ عام ١٩٩٧ وهو عام الأزمة . وخلال الفترة من ١٩٨٠-١٩٩٥ حققت كوريا الجنوبية استثمارات بلغت نسبتها في المتوسط ٣٠ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، ثم ارتفع نصيب الاستثمارات إلى ٣٧ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ ثم تعدى مستوى نسبة ٥٠ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال العامين التاليين ١٩٩٦-١٩٩٧ .

وفي ماليزيا بلغ متوسط الاستثمار ٢٨ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٧ ، في حين قفز إلى ٣٦ ٪ خلال الفترة الثانية وهي ١٩٩٠-١٩٩٥ ، ثم

وصل هذا المعدل إلى ٤, ٥٥٪ و ٥, ٥٧٪ خلال عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ على التوالي ، وهذه معدلات غير مسبقة سواء على المستوى الآتي أم على المستوى التاريخي بين الدول النامية . وعلى الرغم من الانخفاض النسبي لمعدل الاستثمار في الفلين خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ حيث بلغ ١٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، فقد تصاعد إلى متوسط نسبته ٢٢٪ خلال الفترة الثانية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، وقفز إلى ٤٠, ١٪ و ٤٤٪ خلال العامين التاليين عام ١٩٩٦ و ١٩٩٧ على التوالي . وما يجب التأكيد عليه هنا هو أن هذه المعدلات السابقة تمثل متوسطات لكل خمس سنوات ، لذلك إذا تتبعنا سنة بعد أخرى خلال العقد الأخير ١٩٨٥ - ١٩٩٥ . وخاصة خلال الخمس السنوات الأخيرة نجد أن معدل الاستثمار في ارتفاع مستمر<sup>(١)</sup> منذ عام ١٩٩٠ فصاعدا . وتعكس هذه المعدلات الاستثنائية للاستثمار بناء الطاقات الإنتاجية في هذه الدول وزيادة نصيب الفرد من رأس المال . وقد أمكن تحقيق هذه المعدلات المرتفعة من الاستثمار نتيجة لمعدلات الادخار المحلي المرتفعة المتولدة في هذه الدول والتي هي إحدى سمات هذه الدول وتعكس اتجاهات وسلوك قواها البشرية . ففي العام السابق على حدوث الأزمة ١٩٩٦ بلغ معدلا الادخار (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) ٣٣, ١٪ في كوريا ، ٢٨٪ في إندونيسيا ، ٣٧, ٨٪ في ماليزيا ، و ١٨, ٨٪ في الفلين ، و ٣٢, ٦٪ في تايلاند . أما الفجوة بين معدل الادخار والاستثمار فأمر سوف نعود إليه في حينه بالتفصيل .

ولم يقتصر إنجاز الدول الآسيوية التي انفجرت فيها الأزمة المالية على المؤشرات الكلية الأساسية السابقة ، ذلك أن هذه الدول وجهت - وبنجاح إلى حد ما - جزءا مهما من مواردها نحو التنمية البشرية لرفع قدرات القوى العاملة بها ، ولا شك أن هذه الدول قد حققت تقدما ملموسا في مجال التنمية البشرية تؤكدتها بعض مؤشرات التنمية البشرية المهمة<sup>(٢)</sup> ، فتوقع الحياة عند الولادة ١٩٩٥ بلغ ٧١, ٧ سنة في كوريا ، و ٦٩, ٥ سنة في تايلاند ٧١, ٤ ، في ماليزيا ، و ٦٤ سنة في إندونيسيا ، بينما بلغ ٦٧, ٤ سنة في الفلين ، في حين يصل المعدل إلى ٧٦, ٤ و ٧٨, ٧ سنة في كل من الولايات المتحدة وفرنسا على التوالي بينما وصل إلى ٦٤, ٨ سنة في مصر ، و ٦٥, ٧ سنة في المغرب ، ٦٢, ٨ سنة في باكستان . أما معرفة القراءة والكتابة بين السكان البالغين (ذكور) عام ١٩٩٦ فقد بلغت نسبته ٩٩, ٣٪ في كوريا الجنوبية ، ٩٦٪ في تايلاند ،

٨٩٪ في ماليزيا ، ٩٥٪ في الفلبين ، ٨٩,٦٪ في إندونيسيا ، وتصل إلى ٩٩٪ في كل من فرنسا والولايات المتحدة ، في حين تبلغ ٦٣,٦٪ في مصر ، ٥٦,٦٪ في المغرب ، ٥٠٪ في باكستان .

وبلغ معدل وفيات الأطفال لكل ١٠٠٠ من المواليد الأحياء عام ١٩٩٦ : ٦ في الألف في كوريا الجنوبية ، ٣١ في الألف في تايلاند ، ١١ في الألف في ماليزيا ، ٣٢ في الألف في الفلبين ، ٤٧ في الألف في إندونيسيا ، بينما تصل إلى ٥٧ في الألف في مصر ، و ٤٦ في الألف في مراكش ، ٩٥ في الألف في باكستان . ويشير عدد من الدراسات إلى انخفاض معامل جيني (بالنسبة لتوزيع الدخل) في هذه الدول الآسيوية مقارنة ببعض الدول النامية في أفريقيا وأمريكا اللاتينية ، وانخفاض هذا المعامل أو اتجاهه نحو ما يقرب من الصفر معناه اتجاه توزيع الدخل نحو نمط أكثر عدالة أو كفاءة في التوزيع ، والعكس إذا اتجه معامل جيني بعيدا عن الصفر ونحو الواحد الصحيح<sup>(٣)</sup> .

ويرى البعض أن معدلات النمو المرتفعة عبر فترة ممتدة من الزمن قد تخلق حالة من الإفراط في التفاؤل بأن الإيقاع السريع للنمو والتوسع الاقتصادي سوف يستمر في المستقبل دون توقف ، وأن الطريق أمامه مفتوح بلا قيود . ولا شك في أن من شأن هذه التوقعات المتفائلة أن تخلق حالة من الرواج في كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري الخاص ، كما تؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال نحو الداخل ، بحيث يصبح من السهل توفير التمويل اللازم لهذه الزيادة في كل من الطلب الاستهلاكي والاستثماري . ويرى أصحاب هذا الرأي أنه في مثل هذه الظروف فإن أي صدمة خارجية من شأنها إحداث تغيير مفاجئ في التوقعات قد يتولد عنها تغير سريع ومفاجئ في اتجاه حركة انسياب رؤوس الأموال مما قد يفجر أزمة في سعر الصرف<sup>(٤)</sup> . ونحن لنا بعض التحفظات على هذه النتائج ، فلا يصح النظر إلى مثل هذه النتائج على إطلاقها وأن دور النمو المرتفع في الأزمة لا بد وأن يأتي في سياق توليفة من العوامل وردود الأفعال ، هذا بجانب أن بحث مصادر النمو والعوامل المسؤولة عنه في هذه الاقتصاديات الآسيوية قد يكون مدخلا لدراسة تأثير النمو المرتفع في الأزمة .

## (أ-١) مصادر النمو :

أثار موضوع مصادر النمو السريع والمتواصل للدول الآسيوية خلافا كبيرا حتى قبل وقوع الأزمة وذلك في إطار تقييم نموذج التنمية في هذه الدول وفي ظل إطار الكتابات المبالغة في تحديد عوامل نمو هذه الاقتصاديات . ولقد حاول البعض دراسة المساهمة الرئيسية لكل من حجم عناصر الإنتاج المستخدمة سواء أكان رصيد رأس المال أم رصيد القوى البشرية والعوامل الأخرى كالتقدم التكنولوجي بما ينطوي عليه من مهارات وقدرات ومعارف القوى البشرية المستخدمة . ومن الأساليب التقليدية المستخدمة أن يخصم من معدل النمو في نصيب العامل من الناتج متوسط مرجح من نصيب العامل من تراكم رأس المال المادي والبشري ، بحيث يمثل الباقي الزيادة في الإنتاج (نصيب العامل من الناتج) الراجعة إلى الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج(\*) ، أي الزيادة في الإنتاجية الراجعة إلى التقدم التكنولوجي والكفاءة التنظيمية والمعارف والخبرات<sup>(٥)</sup>.

وتشير أغلب الدراسات إلى أن التراكم الرأسمالي ، (نصيب الفرد من رأس المال) لعب الدور الحاسم في تحديد معدل النمو في الدول الآسيوية . ولعل ذلك يؤكد ما سبق أن أشار إليه بعض الاقتصاديين في تقييمهم لتجارب التنمية في الدول الآسيوية ، من أن العوامل الكمية (تراكم رأس المال وحجم العمالة المستخدمة) كانت هي المتغيرات الحاسمة في تحديد النمو في هذه البلدان ، في حين أن العوامل النوعية أو الكيفية الخاصة بالتقدم الفني ونوعية القوة العاملة (تعليمها وخبرتها ومعارفها المتراكمة) قد لعبت دورا ضعيفا للغاية .

ويشير الجدول رقم (٢) الملحق الإحصائي إلى مصادر النمو في الدول الآسيوية وبعض الدول الأخرى خلال فترات مختلفة تقع بين عام ١٩٦٠ و ١٩٩٤ ، حيث تنقسم العناصر المسؤولة عن النمو (مقاسة بمعدل نمو نصيب العامل من الناتج) خلال هذه الفترة إلى نصيب العامل من رأس المال (التراكم الرأسمالي) ونصيب العامل من التعليم ، والإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج . وتؤكد الدراسات التي يعسكها هذا الجدول أن التراكم الرأسمالي كان هو العامل الحاسم في تحديد معدل النمو ، أي تلك المدخلات الكمية من عناصر الإنتاج وهي العمل ورأس المال . وعلى الرغم من ارتفاع معدل نمو الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج فما زالت المدخلات الكمية خاصة رأس

المال هي العامل الحاسم في تحديد النمو ، وقد ارتفعت الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج من معدل سنوي نسبته ٠,٤٪ خلال الفترة عام ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ١,٤٪ خلال الفترة عام ١٩٨٤ - ١٩٩٤ . وفي إندونيسيا ارتفع معدل النمو السنوي للإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج من نسبة ٠,٥٪ خلال الفترة عام ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ٠,٩٪ عام ١٩٨٤ - ١٩٩٤ . وهي معدلات نمو لا بأس بها للإنتاجية ، لكن تظل عوامل غير مؤثرة وغير حاسمة في تحديد مجرى النمو . أما في كوريا الجنوبية فقد حققت الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج تقدما ملموسا حيث زاد معدل نموها السنوي من ١,١٪ خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ٢,١٪ سنويا خلال الفترة ١٩٨٤ - ٩٩٤ . وحققت تايلاند نموا ملحوظا في معدل نمو الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج ، حيث ارتفع معدل نموها السنوي من نسبة ١,١٪ خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ٣,٣٪ خلال الفترة ١٩٨٤ - ١٩٩٤ .

وعلى الرغم من ذلك يظل التراكم الرأسمالي والمدخلات الكمية الأخرى هي صاحبة النصيب الأكبر أو المسئول الأساسي عن تحديد معدل النمو خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٩٤ ، ففي كوريا الجنوبية خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ كان التراكم الرأسمالي مسئولا عن ٦٤٪ من النمو وانخفض هذا النصيب إلى ٥٣٪ خلال الفترة ١٩٨٤ - ١٩٩٤ ، أما في إندونيسيا فكان التراكم الرأسمالي مسئولا عن ٧٧٪ من النمو ثم انخفض هذا النصيب إلى ٦٢,٢٪ . وفي ماليزيا كان التراكم الرأسمالي مسئولا عن ٧٥٪ من النمو خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ ، ثم انخفضت هذه النسبة إلى ٤٧٪ في الفترة التالية ١٩٨٤ - ١٩٩٤ ، في حين انخفض نصيب التراكم الرأسمالي في تحديد النمو في تايلاند من ٥٥,٦٪ خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ٣٨٪ في الفترة التالية . أما مستوى تعليم القوة العاملة فقد كان مسئولا عن ١٥٪ من النمو في كوريا خلال الفترة ١٩٧٣ - ١٩٨٤ ثم انخفض هذا النصيب إلى ١٠٪ خلال الفترة التالية ١٩٨٤ - ١٩٩٤ . كما انخفض نصيب مستوى تعليم القوة العاملة في ماليزيا في تحديد معدل النمو السنوي من ١٥,٣٪ خلال ال ١٩٧٣ - ١٩٨٤ إلى ١٣,٥٪ خلال المرحلة التالية ١٩٨٤ - ١٩٩٤ . ولا يجب أن ننسى هنا أن تراجع تعليم القوة العاملة قد قابله زيادة في نصيب الإنتاجية الكلية كما يوضح الجدول رقم (٢) في الملحق الإحصائي .

وما نريد التأكيد عليه هنا أنه على الرغم من تراجع دور تراكم رأس المال في تحديد معدل النمو السنوي وزيادة نصيب العوامل الأخرى خاصة إنتاجية عناصر الإنتاج الكلية فإن دور التراكم الرأسمالي ما زال في جميع دول الأزمة حاسماً في تحديد معدل النمو، بمعنى آخر كان تراكم المدخلات الكمية في العملية الإنتاجية وليس نوعيتها هو العامل الحاسم كما يرى البعض ، وإن كنا نرى أن دور كل من التعليم والإنتاجية قد حقق تقدماً ملموساً خلال الفترة محل الدراسة .

وحقيقة الأمر أن الخلاف حول العوامل المسؤولة عن نمو الإنتاج في الدول الآسيوية إنما هو خلاف ينطوي على نتائج غاية في الأهمية حتى في تفسير الأزمة ، ذلك أنه إذا اعتبرنا أن التراكم الرأسمالي هو العامل الحاسم في تحديد النمو مع ضعف دور الإنتاجية ، فإن معنى هذا أنه إن آجلاً أو عاجلاً - حسب ظروف كل دولة وطاقاتها الاستيعابية - سوف يبدأ تراخي معدل النمو في الظهور حينما يبدأ تناقص العائد على رأس المال . ولعل ذلك هو ما حدا بالكثيرين إلى التأكيد بأنه نتيجة لارتفاع معدل التراكم الرأسمالي (نسبة الاستثمار إلى الناتج القومي) عبر فترة ممتدة من الزمن دون أن يصاحب ذلك تغير جذري في الإنتاجية تراجعت كفاءة الاستثمار والعائد عليه وذلك بمقاييس كثيرة منها معامل رأس المال للناتج الحدي (\*) (ICOR) ومقلوبه وهي الإنتاجية الحدية لرأس المال فإذا ارتفع الأول انخفض الثاني بالتبعية ، وسوف نعود لهذا الأمر تفصيلاً في موضوع ميزان المدفوعات عند الكلام عن الإفراط في الاستثمار .

#### ( ب ) الاختلالات :

هل ترجع الأزمة الآسيوية إلى تراكم الاختلالات في بعض المؤشرات الأساسية في الجانب الحقيقي من الاقتصاد الوطني بحيث كان الانسحاب المفاجئ والقلق للمستثمرين هو المفجر للأزمة أو هو الإعلان عن ضرورة قيام الأسواق بعملية تصحيحية ؟ أم هل تعود الأزمة إلى عمل وأداء الأسواق المالية بحيث يمكن النظر إلى الأزمة بوصفها نتاجاً طبيعياً للنشاط المعتاد للأسواق المالية المحلية والدولية التي تم فك

---

\* Incremental Capital output ratio.

قيودها وتحرير إجراءاتها ، مع التأكيد على أن الانسحاب المفاجئ والمذعور للمستثمرين كان هو السبب الرئيس لها . الرأي السائد أو الغالب في الإجابة على هذين السؤالين هو أنها مزيج من الاثنين ، إذ هي نتاج التفاعل المتبادل للأسباب والمتغيرات الحقيقية والمالية ، وفي هذا الفصل فنحن نبحث الاختلالات في المؤشرات الأساسية ، خاصة تلك التي يتم التأكيد عليها باستمرار ، وهو ميزان العمليات الخارجية .

#### (ب-١) اختلال توازن ميزان المدفوعات الجارى :

يشير الجدول رقم (١) من الملحق الإحصائي لهذا الفصل إلى تزايد العجز في ميزان المدفوعات الجارى (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) لدول الأزمة .

ففي ماليزيا تحول الوضع التوازني لميزان المدفوعات الجارى من فائض بلغ متوسط نسبته ٥٦, ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ إلى عجز بلغت نسبته ٥, ٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية وهى ١٩٩٠ - ١٩٩٥ . وقد طرأ بعض التحسن على هذه النسبة حيث وصلت إلى ٤, ٦٪ عام ١٩٩٦ وبلغت ٤, ٧٪ عام ١٩٩٧ . أما تايلاند - وهى البلد الذي تفجرت فيه الأزمة ثم انتقلت عدواها بعد ذلك - فقد تفاقم عجز ميزان مدفوعات الجارى حيث ارتفع من متوسط نسبته ٣, ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات ١٩٨٥ - ١٩٩٠ إلى عجز بلغت متوسط نسبته ٦, ٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ . والواقع أن العجز قد قفز من نسبة ٥, ٥٪ عام ١٩٩٤ إلى نسبة ٨٪ عام ١٩٩٥ وإلى نسبة ٧, ٩٤٪ عام ١٩٩٦ وهى السنة السابقة على الأزمة .

وتشير البيانات المتاحة عن الفلبين إلى ارتفاع نسبة عجز ميزان المدفوعات الجارى إلى الناتج المحلي الإجمالي من متوسط نسبته ٣, ٦٪ خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٠ ، إلى متوسط نسبته ٤, ٩٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، في حين وصلت نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ٣, ١١٪ عام ١٩٩٦ ، وتشير بعض التقديرات إلى أن هذه النسبة بلغت ٤, ٨٪ عام ١٩٩٦<sup>(٦)</sup> . أما الميزان التجاري للفلبين فقد وصل حجم العجز فيه عام ١٩٩٦ إلى نسبة ٩, ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بعجز نسبته ٨, ٨٪ عام ١٩٩٥ ، في حين قفز العجز التجاري إلى نسبة ٣, ١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٧ .

أما في كوريا الجنوبية فقد حقق ميزان المدفوعات الجارى فائضا خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ بلغ متوسط نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ٢٩, ٣٪، في حين حقق خلال الفترة التالية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ عجزا بلغت نسبته ٢٦, ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي . وتشير البيانات إلى أن عجز ميزان المدفوعات الجارى قد قفز من نسبة ٨٦, ١٪ إلى الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٥ إلى نسبة ٧٥, ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٦ .

وكان مستوى العجز في إندونيسيا أقل كثيرا من باقي دول المجموعة ، حيث وصل متوسط نسبة العجز في ميزان المدفوعات الجارى خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٠ إلى ٥٨, ٢٪، ثم وصل متوسط نسبة العجز إلى ٤٧, ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٠ - ١٩٩٥ وقفز هذا العجز إلى نسبة ٤, ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٦ ، والواقع أن نسبة العجز بدأت في التزايد منذ عام ١٩٩٥ حيث بلغت ١٨, ٣٪ مقارنة بنسبة ٥٨, ١٪ عام ١٩٩٤ .

ويرى الكثيرون أن استمرار العجز منذ بداية التسعينيات وتصاعده منذ عام ١٩٩٥ ، ووصوله إلى ذروته عام ١٩٩٦ هو أحد أهم الأسباب الأساسية الكامنة وراء تزايد حدة التوقعات باحتمالات تخفيض سعر صرف العملة المحلية وهو ما أدى إلى تصاعد الضغوط على العملة . ما الأسباب التي دعت إلى تفاقم هذا العجز ؟ يمكن في هذا الصدد الإشارة إلى عدد من الأسباب نذكر منها :

١- تراجع واضح في معدل نمو الصادرات لدول جنوب شرق آسيا (دول الآسين) خلال عام ١٩٩٦ حيث زادت الصادرات بنسبة ٨, ٥٪ لدول الآسين الأربعة (ماليزيا ، تايلاند ، الفلبين ، إندونيسيا) مقارنة بمعدل زيادة نسبته ٢٣, ٢٪ في العام السابق ١٩٩٥ ، ففي إندونيسيا كان المتوقع زيادة الصادرات بنسبة ٣, ١٤٪ عام ١٩٩٦ ، في حين أن الزيادة التي تحققت عام ١٩٩٦ بلغت ٩, ٤٪ ، وكانت الزيادة المتوقعة للصادرات في ماليزيا عام ١٩٩٦ حوالي ١٨, ١٪ ، في حين أن الزيادة التي تحققت بلغت ٣, ٧٪ ، وفي تايلاند كانت نسبة الزيادة المتوقعة للصادرات هي ٢٢, ٢٪ عام ١٩٩٦ في حين أن حجم الصادرات قد انخفض فعلا بنسبة ٧, ١٪ أي أن الصادرات حققت نموا سالباً نسبته ٧, ١٪ ، وفي الفلبين كانت نسبة الزيادة المتوقعة في الصادرات

عام ١٩٩٦ هي ٢٥٪ في حين أن نسبة الزيادة المتحققة هي ١٧,٧٪ (٧)، أما كوريا الجنوبية فقد تراجع وبشكل واضح معدل زيادة صادراتها السنوي من نسبة ٣١٪ عام ١٩٩٥، إلى زيادة نسبتها ٤٪ عام ١٩٩٦ (٨).

هذا التراجع الواضح في معدل زيادة الصادرات حيناً وانكماش حجم الصادرات حيناً آخر إنما يعود إلى العوامل الآتية :

أولاً : الركود الذي أصاب السوق العالمي لصناعة الإلكترونيات (خاصة صناعة أشباه الموصلات) ، حيث أصاب هذا السوق حالة من التشبع . ويرجع ذلك إلى الإفراط في الاستثمار في هذا القطاع وهو ما نتج عنه ظاهرة فائض العرض في هذه الصناعة وانخفاض الأسعار التي تشير العديد من المصادر إلى أن انخفاض الأسعار فيها بلغ في المتوسط حوالي ٤٥٪ عام ١٩٩٥ . (صادرات أشباه الموصلات تمثل ١٤٪ من صادرات كوريا و١٧٪ من صادرات تايلاند) (٩) .

ثانياً : تراجع القدرة التنافسية لدول جنوب شرق آسيا بشكل واضح بعد النصف الثاني من عام ١٩٩٥ خاصة فيما يتعلق بالسلع الصناعية كثيفة العمل ، ويرجع ذلك إلى العوامل التالية :

١ - اتباع تلك المجموعة من الدول نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار الأمريكي Fixed Peg، حيث يرتبط سعر صرف عملتها بسعر صرف الدولار صعوداً وهبوطاً . وقد انطوت تلك السياسة لأسعار الصرف على آثار إيجابية فيما يتعلق بالقدرة التنافسية خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٥ . ذلك إنه منذ اجتماع البلازا في ٢٢ سبتمبر عام ١٩٨٥ للدول السبع الكبار يمكن القول أنه بدأت رحلة العودة لسعر صرف الدولار، حيث بدأ سعر صرفه يميل نحو الهبوط في مواجهة عملات الدول الرئيسية وذلك بعد أن وصل إلى ذروته حيث تخطى سعر صرف الدولار ٣ ماركات ألمانية وما يزيد على ٢٦٥ ينابانيا ، وقد تدعم هذا الاتجاه بعد اجتماع الخمسة الكبار في ٦ مايو عام ١٩٨٦ في طوكيو، ثم في ٢١ فبراير في اللوفر (باريس) . وقد استمرت رحلة العودة حتى منتصف عام ١٩٩٥ حيث وصل سعر صرف الدولار الأمريكي إلى ٧٨ ينابانيا . إلا أنه في عام ١٩٩٦ ونتيجة لتحسن حركة المؤشرات الاقتصادية الأمريكية، بدأ

سعر صرف الدولار يستعيد عافيته وبدأت حركته الصعودية مرة أخرى ليصل إلى ١٢٠ ينا يابانيا عام ١٩٩٦ . وقد أدى ذلك إلى ارتفاع سعر صرف عملات دول جنوب شرق آسيا (المرتبطة بالدولار) تجاه العملات الأخرى وخاصة الين الياباني ، وقد وصل الأمر إلى أنه في منتصف عام ١٩٩٧ تخطى سعر الصرف الفعلي لعملات تايلاند وإندونيسيا وماليزيا المستوى الذي كان من الممكن الوصول إليه لو تم إسقاط الاتجاه الصعودي الذي استمر خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٥ ، وقد أدى ذلك إلى تراجع المقدرة التنافسية لصادرات هذه الدول ، وفي المقابل زيادة المقدرة التنافسية اليابانية . واليابان هي أكبر شريك تجاري لهذه المجموعة من الدول ، كما تتنافس معها في الأسواق العالمية .

٢- دخول الصين على نطاق واسع مجال التصدير بالنسبة للسلع الصناعية التقليدية وكثيفة العمل التي تنتجها دول جنوب شرق آسيا ، حيث استطاعت أن تنافس منتجات الدول الآسيوية الأخرى وتستحوذ على جزء كبير من أسواق صادراتها خاصة الصادرات الصناعية التقليدية لهذه الدول ، ويرجع ذلك إلى الانخفاض النسبي في تكلفة العمل (الأجور) مقارنة بتكلفة العمل في كل من تايلاند وماليزيا . أضف إلى ذلك - وهو العامل الأهم - قيام الصين بتخفيض عملتها تجاه الدولار في يناير عام ١٩٩٤ بنسبة ٤٠٪<sup>(١٠)</sup> الذي يعزو إليه الكثيرون النجاح الذي حققته الصين في مجال التصدير في السنوات الأخيرة ، كما يشير إليه البعض بأنه أحد الأسباب المهمة المسؤولة عن دفع حركة الأزمة في جنوب شرق آسيا<sup>(١١)</sup> ، وإن كنا نختلف مع هذا الرأي إذ ينطوي على تبسيط شديد لأسباب الأزمة .

٣- أحد أهم أسباب اتساع العجز في ميزان المدفوعات لدول هذه المجموعة الآسيوية يتمثل في زيادة معدل نمو الواردات الذي تخطى كثيرا معدل نمو الصادرات في السنوات الأخيرة ، فكل من كوريا الجنوبية وتايلاند والفلبين تزايد فيها حجم العجز في الميزان التجاري في السنوات الأخيرة عام (١٩٩٠ - ١٩٩٥) (جدول رقم (١) الملحق الإحصائي) مقارنة بالسنوات السابقة . كما أن الدول التي اتسمت بوجود فائض في ميزانها التجاري قد تضاعف لديها

حجم هذا الفائض في السنوات الخمس الأخيرة مثل ماليزيا وإندونيسيا، بل بدأت ماليزيا عام ١٩٩٥ في تحقيق توازن في ميزانها التجاري، ولا شك في أن من أحد العوامل المهمة التي أدت إلى تصاعد الضغوط على الرينجنت الماليزي ودفعت إلى تخفيضه تحقق عجز الميزان التجاري الماليزي لأول مرة منذ ١٧ عاما خلال الربع الأول من عام ١٩٩٧. ولا خلاف أن مستوى الطلب المحلي ومعدلات نموه أحد أهم الأسباب الرئيسية المسؤولة عن زيادة الواردات. ولا شك أن من أهم مكونات الطلب المحلي حجم الاستثمار المحلي، إذ حققت هذه الدول معدلات للاستثمار غير مسبقة في تاريخها ولا مثيل لها في الدول النامية الأخرى، بل في العديد من الدول المتقدمة، فقد تخطى متوسط معدل الاستثمار (نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة ٣٥٪)، واتجه أغلب هذه الاستثمارات إلى قطاعات منتجة لخدمات لا تجد طريقها إلى التجارة الدولية ولا تساهم في حصيلة الصادرات (Non-Tradeables).

٤ - العوامل المسؤولة عن اتساع حجم الفجوة في ميزان المدفوعات الجاري في بعض هذه الدول تتمثل في عجز كل من حساب الخدمات وحساب الاستثمار في موازين مدفوعاتها، فقد وصل مجموع العجز في هذه البنود لكل من إندونيسيا وتايلاند وماليزيا إلى ٢٦,٨ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ (في حين تتمتع الفلبين بفائض قدره ٩٥ بليون دولار نتيجة لتحويلات العمالة الفلبينية في الخارج). ويرجع اتساع الفجوة في حساب الخدمات لميزان المدفوعات إلى ثلاثة عوامل يتمثل أولها في أن حساب الشحن كان دائما سالباً بالنسبة لهذه الدول نتيجة لغياب أسطول تجاري لها (فبالنسبة لتايلاند على سبيل المثال تبلغ مدفوعات الشحن ٧,١ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ في حين تبلغ الإيرادات ٥٨٠ مليون دولار أمريكي فقط). أما العامل الثاني فهو ارتفاع محتوى الواردات من الخدمات بالنسبة للأنشطة الاقتصادية المحلية، وهو ما يعكس اعتماد النشاط الصناعي المحلي على العالم الخارجي (مثل الخدمات الصناعية البترولية في إندونيسيا) ومدفوعات تايلاند إلى الخدمات التي تقدمها الشركات الأجنبية التي زادت حوالي عشرة أضعاف خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٦، أما العامل الثالث فيعود إلى أن الانسياب الضخم للاستثمارات

الأجنبية لهذه الدول في السنوات السابقة قد بدأ في دفع العائد ( العائد على الاستثمار) إلى العالم الخارجي وهي ظاهرة مشتركة لكل بلدان المنطقة (باستثناء الفلبين) ، وهي كذلك ظاهرة لأبد وأن نتعايش معها في الحاضر والمستقبل ، وهو ما يؤكد أن تمويل العجز في ميزان المدفوعات بواسطة التدفقات الأجنبية لا يصح النظر إليه باعتباره «وجبة مجانية» ، بل من المتوقع أن يتزايد حجم الأموال المتجه نحو الخارج نتيجة لزيادة مدفوعات الفوائد على القروض الأجنبية وتحويل الأرباح في الآونة الأخيرة .

#### ( جـ ) الوجه الآخر لاختلال ميزان المدفوعات :

يمكن النظر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري من وجهة نظر أخرى ذلك أنه من وجهة نظر حسابات الدخل القومي يعتبر ميزان المدفوعات الجاري (بصورة أدق الفرق بين الواردات والصادرات من السلع والخدمات) مساويا للفرق بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي (\*). وقد بلغت معدلات الادخار المحلي (نسبة الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي) معدلات مرتفعة للغاية مقارنة بالدول النامية و ببعض الدول المتقدمة ، ففي كوريا بلغ متوسط معدل الادخار ٣٥,٢٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ وبلغ ٣٣,٦٪ عام ١٩٩٦ ، أما في إندونيسيا فقد بلغ متوسط معدل الادخار السنوي ٣٠,٣٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ في حين وصل إلى ٢٧,٦٪ عام ١٩٩٦ ووصل متوسط معدل الادخار في ماليزيا إلى ٢٩,٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، بينما قفز إلى ٣٧,٨٪ عام ١٩٩٦ ، أما في تايلاند فقد وصل متوسط معدل الادخار (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) إلى ٣٣,٦٪ ، ووصلت نسبته ٣٣,٢٪ عام

---

(\*) لنؤكد ذلك نشير إلى مطابقة الناتج المحلي الإجمالي وهي :  $س = أ + ج + ك + ص - و$   
 حيث أ = الاستهلاك النهائي الخاص ، ص = الاستهلاك النهائي الحكومي ، ك = الاستثمار الإجمالي (حكومي + خاص) ص = الصادرات ، و = الواردات .  
 يترتب على ذلك أن  $ي - (أ + ج) = ك + ص - و$  ، وبما أن  $أ + ج$  هو مجموع الاستهلاك النهائي خاص وعام فإن  $ي - (أ + ج) =$  الادخار ونرمز له بالرمز د - إذا د = الادخار .  
 . ' د = ك + ص - و ويتبع عن ذلك أن د - ك = ص - و ، أي أن الادخار - الاستثمار = الصادرات - الواردات .

١٩٩٦ . وكانت الفلبين هي الاستثناء الوحيد من القاعدة حيث بلغ متوسط معدل الادخار بها ١٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ (١٢).

وعلى الرغم من معدلات الادخار المرتفعة - بكل المقاييس - السالفة الذكر فقد تخطتها معدلات الاستثمار المحلي الإجمالي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) وهو ما ترجم نفسه في شكل عجز في ميزان المدفوعات الجاري . ويشير الجدول رقم (١) بالملاحق الإحصائي إلى أن متوسط معدل الاستثمار خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ قد وصل إلى ٤٠٪ في تايلاند ، في حين قفز إلى ٥٤٪ عام ١٩٩٦ . أما معدل الاستثمار في الفلبين فقد بلغ نسبة ٢٢٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ وقفز إلى ٤٠٪ عام ١٩٩٦ ، ووصل متوسط معدل الاستثمار الإجمالي إلى نسبة ٣٦٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ في ماليزيا ، في حين قفز هذا المعدل إلى ٥٥٪ عام ١٩٩٦ ، وفي إندونيسيا بلغ متوسط معدل الاستثمار (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) نسبة ٣٤٪ خلال السنوات ١٩٩٠-١٩٩٥ ، بينما قفز هذا المعدل إلى نسبة ٥٠٪ عام ١٩٩٦ ، وسارت كوريا الجنوبية على ذات المنوال حيث حققت معدلا للاستثمار بلغ متوسط نسبته ٣٧٪ خلال السنوات ١٩٩٠-١٩٩٥ ، في حين ارتفع هذا المعدل إلى ٥٢٪ خلال عام ١٩٩٦ .

لو كانت معدلات الاستثمار التي تحققت قد تساوت بالفعل مع معدلات الادخار (العالية) لاستطاعت هذه المجموعة من الدول تحقيق معدلات مرتفعة من النمو (في ظل معاملات رأس المال السائدة) كفيلة بتحقيق تنمية دائمة دون أن يكون هذا النمو مصحوبا بتصاعد الضغوط التي من شأنها رفع درجة حرارة الاقتصاد الوطني .

ولكن كما شاهدنا تخطت معدلات الاستثمار معدلات الادخار المرتفعة مما ترتب عليه ظهور طاقات زائدة في العديد من القطاعات . وليس غريبا إذن أن توصف هذه الاقتصاديات بظاهرة الإفراط في الاستثمار (\*) باعتبارها إحدى السمات المهمة والمميزة لدول الأزمة . وقد ساعد على حدوث هذه الظاهرة عدد كبير من العوامل لعل أهمها التدفقات الضخمة من رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول الأزمة و بصورة خاصة خلال سنوات التسعينيات ، وقد تم هذا الانسياب نتيجة لعوامل جاذبة (pull factors) من

---

\* Over- Investment.

ناحية وعوامل دافعة أو طاردة (Push factors) من ناحية أخرى . وقد ساعد انسياب هذه الأموال على تغطية الفجوة في ميزان المدفوعات الجاري وتراكم احتياطات النقد الأجنبي . وسوف نتناول هذا الانسياب وطبيعته وأنماطه وآجاله وعوامله فيما بعد في هذا الفصل وفي الفصل القادم أيضا عند الحديث عن النظام المالي والمصرفي في هذه الدول .

وقد تحقق هذا الإفراط في الاستثمار وما استتبعه من خلق طاقة فائضة في العديد من الأنشطة والقطاعات الخدمية المحلية التي لا تدخل منتجاتها في مجال التجارة الدولية ولا تساهم بالتالي في حصيلة النقد الأجنبي "Non-Tradeables" ، مما كان له آثار وخيمة على اقتصاديات هذه الدول . وتشير بعض الدراسات عن تايلاند - على سبيل المثال - إلى وجود أربع محطات خدمة لكل كيلو متر في طريق يبلغ طوله ٢٠ كيلو متر مثلا . وكذلك الأمر بالنسبة لخدمات التوزيع حيث شهدت بانكوك وما حوفا نمو هائلا في بناء محلات البيع ، ومجمعاتها منذ عام ١٩٩٠ مما أدى إلى وجود طاقة كبيرة غير مستخدمة في هذا النشاط . ويدخل ضمن هذه الأنشطة أيضا قطاع العقار ، وتشير بعض البيانات إلى أنه في منتصف عام ١٩٩٧ بلغت نسبة المسطحات الخالية في المباني الإدارية في حي الأعمال في وسط المدينة (CBD) حوالي ١٠٪ في جاكارتا ومن المقدر لها أن تصل إلى ٢٠٪ في ١٩٩٨/١٩٩٩ ، أما في كوالا لامبور فتصل نسبة المسطحات الخالية إلى ٣٪ عام ١٩٩٧ ، وتشير التقديرات إلى وصولها إلى ٢٠٪ عام ١٩٩٨/١٩٩٩ ، وتصل هذه النسبة إلى ١٥٪ عام ١٩٩٧ في بانكوك ومتوقع لها أن تصل إلى ٢٠٪ في ١٩٩٩ (١٣) .

ولم يقتصر الإفراط في الاستثمار على قطاعات الخدمات المحلية ، ولكنه امتد إلى النشاط الصناعي أيضا فتشير بعض الدراسات إلى وجود طاقة فائضة في صناعة الحديد والصلب ، وصناعات مواد البناء ، والصناعات البتروكيمياوية في تايلاند ، وتعتبر كوريا مثالا حيا على الإفراط في الاستثمار في القطاع الصناعي ، ولعل صناعة السيارات الكورية خير مثل لذلك ، إذ لا يوجد مبرر لقيام خمس صناعات وطنية هي (هوينداي - دايو - ك. أي . إي - سيانج يونج - والقادم الجديد وهي صناعة سامسونج) ، كما لا يوجد مبرر لقيام صناعة سيارات وطنية في كل بلد من بلاد دول الآسين على حدة ، ولا شك في أن صناعة السيارات في كل من إندونيسيا وماليزيا تؤكد هذه الحقيقة . ذلك أن

صناعة السيارات في الدول المتقدمة تواجه العديد من المشكلات ويسودها موجات الدمج والاستملاك مثل شركة ديملرينز (مرسيدس) وشركة كرايزلر ، فلوكس فاجن ورولزرويس ولبورجين ، جنرال موتورز وإيسوزو. كذلك زادت حجم الاستثمارات في قطاع البتروكيماويات في دول آسيا - محل الدراسة - مما أدى إلى فائض في بعض منتجات هذه الصناعة (خاصة الإثيلين والبوليبروبالين). ولا شك في أن استمرار معدلات النمو المرتفعة (٧٪ - ٩٪) للنتائج المحلي الإجمالي في هذه الدول عبر فترة ممتدة من الزمن قد ساعد على تولد الاقتناع باستمرار هذه المعدلات في المستقبل ، وبالتالي استمرار انتعاش الطلب المحلي والأسواق المحلية . وقد يكون هذا العامل هو أحد المتغيرات المهمة التي ساعدت على بناء طاقات إنتاجية دون دراسة حقيقية لحدودها بمعنى أنها حالة قد تنشأ عن شيوع هي النجاح والانتعاش .

#### د- تمويل عجز ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية :

يرتب نمط تمويل عجز ميزان المدفوعات ومن ثم هيكل المديونية الناشئ عن هذا التمويل آثارا بعيدة المدى لا بد من التوقف عندها بالبحث والدراسة . فإذا كانت النسبة الكبرى من تمويل عجز ميزان المدفوعات تأخذ شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فإن ذلك لا يثير مشكلة على الإطلاق ، ذلك أن هذه الاستثمارات بطبيعتها ترتب مديونية طويلة المدى ، كما أنه يترتب عليها بناء طاقات إنتاجية جديدة أو توسعة لطاقات إنتاجية قائمة من شأنها زيادة القدرة على السداد من ناحية والوصول بالميزان الجاري إلى حالة التوازن في المستقبل من ناحية أخرى ، خاصة إذا كانت المشروعات التي تدفقت إليها هذه الاستثمارات تتوجه نحو تصدير منتجاتها . وتلعب آجال استحقاق المديونية الخارجية دورا مهما أيضا ؛ فإذا كان تمويل العجز يتم عن طريق التدفقات قصيرة المدى كالقروض المصرفية وتسهيلات الموردين أو رؤوس الأموال الساخنة الباعثة عن فرص توظيف قصيرة المدى ، فإن ذلك يشكل تهديدا خطيرا بإمكانية حدوث أزمة سيولة حادة (نظرا لارتفاع نسبة القروض قصيرة المدى في جملة المديونية الخارجية) مما قد يعمق من أزمة كل من ميزان المدفوعات وسعر الصرف ويسرع من عملية الانهيار، وذلك في حالة رفض الدائنين مد آجال الديون قصيرة المدى .

أما عن تدفقات رؤوس الأموال ونمط وهيكل هذا التدفق ، فقد استندنا في بياناتهما إلى مصدرين أساسيين ، هما بيانات صندوق النقد الدولي (IMF) وبيانات معهد التمويل الدولي<sup>(١٤)</sup> (IIF) . أما مصادر صندوق النقد الدولي فتتمثل في مصدرين اثنين ، الأول هو كتاب الإحصاءات المالية الدولية (IFS) وقد استندنا إليه في بناء الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي ، أما المصدر الثاني فيتمثل في تقرير الصندوق «رؤية اقتصادية للعالم»<sup>(١٥)</sup> عدد مايو ١٩٩٩ . أما مصدر معهد التمويل الدولي فيعالج تدفقات رؤوس الأموال للدول الناشئة في إطار تحليل حركة ميزان المدفوعات لهذه الدول وذلك من خلال تقاريره الدورية عن مخاطر الإقراض للدول النامية أو دول الأسواق الناشئة . أما مصادر رصيد الديون الدولية وهيكل هذه المديونية فيتمثل هو الآخر في مصدرين أساسيين الأول منهما هو جداول المديونية<sup>(١٦)</sup> التي يصدرها البنك الدولي (WB) ، أما المصدر الثاني فهو النشرات الدورية لبنك التسويات الدولي (BIS) <sup>(١٧)</sup> . وسوف نعالج طبيعة بيانات هذين المصدرين في حينه .

ويشير الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي إلى المصدر الأول من مصادر صندوق النقد الدولي منذ عام ١٩٦٥ وبيانات تدفقات الاستثمار المباشر ، وبالتالي نسبة تدفقات إجمالي الاستثمار المباشر إلى العجز في ميزان المدفوعات الجاري . ويشير الجدول إلى أنه باستثناء ماليزيا فقد تراجعت نسبة تدفقات الاستثمار المباشر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري خاصة خلال سنوات التسعينيات ، ففي تايلاند بلغت متوسط التدفقات السنوية للاستثمار المباشر ٤٥٪ من عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٠ ، في حين انخفضت هذه النسبة إلى ٢٤٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٠-١٩٩٥ ، وبلغت هذه النسبة ١١٪ خلال عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على الأزمة ، أما بالنسبة للفلبين فقد بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ٦١٪ خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٠ من عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات ، في حين انخفضت هذه النسبة إلى ٤٤٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٠-١٩٩٥ . أما بالنسبة لإندونيسيا فقد بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ٢٤٪ من عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٠ ، في حين قفزت هذه النسبة إلى ٥٨٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٠-١٩٩٥ ، وقد انخفضت هذه النسبة انخفاضاً حاداً خلال عام ١٩٩٦ حيث بلغت ٣٣٪ ، وفي كوريا الجنوبية بلغت هذه النسبة (تدفقات

الاستثمار المباشر إلى عجز الحساب الجاري) ٢٣٪. ويرد عدد من التحفظات على هذه البيانات ، فنسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عجز ميزان المدفوعات الجاري لا يعكس بالضرورة نسبة تدفق الاستثمار المباشر إلى جملة تدفقات رءوس الأموال ، ذلك أنه خلال النصف الأول من التسعينيات تخطى انسياب رءوس الأموال حجم العجز في ميزان المدفوعات الجاري ، من ناحية أخرى فإن أرقام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي أرقام إجمالية ولا تعكس صافي الاستثمار المباشر. وحتى لو صدقت هذه النسب فلا يمكن القول إن الجزء المتبقي من تدفقات رءوس الأموال بعد استبعاد الاستثمار المباشر هي تدفقات قصيرة المدى .

ويشير الجدول رقم ( ٣ ) بالملحق الإحصائي إلى صافي تدفقات رءوس الأموال إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة من دول الأزمة الآسيوية وهي كوريا ، والفلبين ، وتايلاند ، وماليزيا ، وإندونيسيا ، وذلك استنادا إلى تقرير صندوق النقد الدولي «رؤية اقتصادية للعالم» (مايو ١٩٩٩). ويشير التقرير بوضوح لا يقبل الشك إلى تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من صافي تدفقات رءوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس . فقد تراجع نصيب الاستثمار المباشر من ٢١٪ من صافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة إلى دول الأزمة عام ١٩٩٣ إلى ١٤٪ عام ١٩٩٥ و ١٥٪ عام ١٩٩٦ . على العكس من ذلك تزايد نصيب تدفقات صافي الاستثمار في المحافظ المالية وكذلك صافي الاستثمارات الأخرى . أما صافي الاستثمار في المحافظ المالية أو ما يمكن أن يطلق عليه بالاستثمارات المالية أو رأس المال المالي - فيشمل الاستثمار في الأسهم بقصد تداولها والمتاجرة بها ، وأدوات الدين كالسندات ، وأدوات السوق النقدية والودائع والمشتقات المالية الأخرى - فقد زاد نصيبها من نسبة ٢٠٪ عام ١٩٩٤ إلى ٢٥٪ عام ١٩٩٥ ثم إلى ٣٢٪ عام ١٩٩٦ . أما صافي الاستثمارات الأخرى - وتشمل القروض بكافة أنواعها سواء كانت قروضا طويلة أو قصيرة الأجل وأشكال الاستثمارات المالية الأخرى التي لم تدرج في بند الاستثمار المباشر أو الاستثمار المالي - فقد احتلت النصيب النسبي الأكبر من صافي تدفقات رءوس الأموال الخاصة إلى دول الأزمة منذ بداية التسعينيات حيث بلغ نصيبها النسبي ٢٧٪ عام ١٩٩٣ ، وارتفع إلى ٥٥٪ عام ١٩٩٤ ، ثم إلى ٥٩٪ عام ١٩٩٥ و ٥٣٪ عام ١٩٩٦ . ويبدو أن هذه التدفقات في أغلبها تدفقات قصيرة المدى ، والدليل على ذلك هو سلوك هذه التدفقات عام الأزمة

١٩٩٧ ، حيث تحول صافي تدفقات الاستثمارات الأخرى من (٣٢, ٩) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ نحو الداخل إلى صافي (٤٤, ٥) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ نحو الخارج ، بمعنى أن إجمالي الأموال التي تغير اتجاهها من التدفق نحو الداخل إلى التسرب نحو الخارج فيما بين عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ بلغ ٤, ٧٧ بليون دولار أمريكي ، وهو ما يعنى أن هذا البند (صافي الاستثمارات الأخرى) كان في أغلبيه قروضا مصرفية قصيرة الأجل وأموالا ساخنة وإلا لما أمكن تحويل اتجاهها بهذه السرعة ، وقد انعكس ذلك على صافي تدفقات رءوس الاموال الخاصة فيما بين عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ (كما يشير إلى ذلك الجدول رقم ٣ بالملحق الإحصائي) ، حيث تحول اتجاه صافي تدفق رءوس الأموال الخاصة من تدفق موجب نحو الداخل عام ١٩٩٦ بلغ (٤, ٦٢) بليون دولار أمريكي إلى تدفق سالب نحو الخارج بلغ (٧, ١٩) بليون دولار أمريكي بمعنى أن حجم رءوس الأموال الخاصة التي تغير اتجاهها نحو الخارج أي انعكس اتجاه تدفقها من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج فيما بين عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ هي ١, ٨٢ بليون دولار أمريكي .

المصدر الثاني لتدفقات رءوس الأموال لاقتصاديات دول الأسواق الناشئة هي تقارير مخاطر الأقطار الدورية التي يعدها معهد التمويل الدولي ( IIF ) . ويشير الجدول رقم (٤) بالملحق الإحصائي إلى هذه البيانات عن دول الأزمة مجتمعة خلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ١٩٩٧ كبيانات فعلية مع بيانات تقديرية لعام ١٩٩٨ ، وهذه البيانات لا تشير إلى آجال استحقاق هذه التدفقات أو القروض حتى يمكن التعرف على القروض والتدفقات قصيرة الأجل ، وعلى الرغم من هذا النقص فإنه يمكن اختيار مؤشرات قريبة يمكن أن تدلي بصورة غير مباشرة عن هذه التدفقات قصيرة الأجل . وقد قمنا بجمع التدفقات الرأسمالية من أجل الاستثمار في محافظ الأسهم بجانب تدفقات القروض الخاصة بالبنوك التجارية . باعتبار أن هذين التدفقين يعكسان التدفقات قصيرة المدى ، وذلك استنادا إلى أن هذه التدفقات هي التي عكست أو غيرت من اتجاه انسيابها بشكل واضح - من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج - عام ١٩٩٧ . فإذا صدق هذا المؤشر فإن ذلك يعني أن نصيب تدفقات رءوس الأموال قصيرة المدى من جملة التدفقات قد بلغ حوالي ٧٧٪ في كل من عام ١٩٩٥ و ١٩٩٦ . وقد تحول صافي تدفق القروض الخاصة (البنوك التجارية) من تدفق موجب نحو الداخل بلغ

٦٢,٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ الى صافي تدفق نحو الخارج بلغ رقما قياسيا قدره (٢١,٢٠) بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، وهو ما يعني أن حجم التدفقات التي عكست اتجاهها نحو الخارج بدلا من الاتجاه نحو الداخل عام ١٩٩٧ قد بلغت ٨٣,٩ بليون دولار أمريكي ، وهي مبالغ ضخمة جدا لا تتحملها موازين مدفوعات هذه الدول ومن شأن تغير اتجاهها حدوث اختلالات عنيفة لا تتحملها موازين مدفوعات هذه البلدان . وما يعيب الجدولين السابقين (٣ و ٤ من الملحق الإحصائي) هو ضم دول الأزمة جميعا في بوتقة واحدة وبالتالي صعوبة التعرف على مدى الاختلاف والتباين فيما بينهما ، فقد لعبت رءوس الأموال قصيرة المدى دورا مهما في تدفقات الأموال في كل من تايلاند وكوريا والفلبين ، وبدرجة أقل في إندونيسيا وماليزيا .

ماذا عن هيكل المديونية الخارجية ؟ نواجه عند دراسة المديونية الخارجية لهذه الدول ثلاثة مصادر أساسية ، هي البنك الدولي ، ومعهد التمويل الدولي ، وبنك التسويات الدولية . أما عن المصدر الأول فيتسم بالدقة في قياس المديونية طويلة المدى في حين يتسم بضعفه الشديد وعدم دقته في قياس المديونية قصيرة المدى خاصة مطالب البنوك العالمية على المؤسسات المحلية سواء أكانت بنوكا أم مؤسسات غير مصرفية ، بل تتخطى مطالب البنوك (في منطقة بنك التسويات الدولية) على المؤسسات المحلية في دول الأزمة الخمس حجم المديونية الدولية كما تقررها جداول الدين التي يقوم بنشرها البنك الدولي . ويبين الجدول رقم (٥) المديونية الخارجية طبقا للمصدر الثاني (معهد التمويل الدولي) ، وكما يبدو من الجدول لا تشكل المديونية الخارجية في هذه الدول عبئا كبيرا إذا قورنت بالنتائج المحلي الإجمالي . إذ إن نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي وإن كانت في تزايد مستمر بالنسبة لكل دول الأزمة الخمس إلا أنها مازالت منخفضة نسبيا بالمقارنة بالعديد من الدول النامية . ففي كوريا الجنوبية وتايلاند وهما أكثر البلدان اعتمادا على القروض الخارجية بلغت المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ٣٥,٥٪ و ٥٢,٣٪ على التوالي في عام ١٩٩٧ ، وقد زادت هذه النسبة في كل من الفلبين وإندونيسيا حيث بلغت ٦٢,٩٪ و ٦٧,١٪ على التوالي عام ١٩٩٧ ، بينما وصلت في ذات العام في ماليزيا إلى ٤٣,٦٪ ، والواقع أن متوسط هذه النسبة خلال الفترة ١٩٩٢-١٩٩٧ يقل كثيرا عن مستواها عام ١٩٩٧ الذي سبقت الإشارة إليه بالنسبة لجميع دول الأزمة الخمس .

ويبدو من الجدول رقم (٥) ارتفاع نسبة المديونية قصيرة المدى إلى جملة المديونية في كل من كوريا الجنوبية وتايلاند بشكل ملحوظ . فبالنسبة لكوريا الجنوبية تراوحت هذه النسبة بين ٥٤,٥ ٪ عام ١٩٩٣ و ٦٤,١ ٪ عام ١٩٩٦ ، في حين تراوحت هذه النسبة بين ٤٠ ٪ و ٤٨ ٪ في تايلاند خلال الفترة من ١٩٩٢ إلى ١٩٩٦ . ويبدو أيضا من الجدول رقم (٥) انخفاض نسبة المديونية قصيرة المدى نسبيا في كل من ماليزيا والفلبين مقارنة بالدول الأخرى ، ولا نعرف على وجه الدقة أسس وتعاريف ومعايير تصنيف المديونية الخارجية إلى مديونية قصيرة المدى وأخرى متوسطة وطويلة المدى ، ولكن يبدو أن هذه المديونية هي في أغلبها قروض قصيرة المدى من البنوك التجارية .

ويشير الجدول رقم (٦) إلى المديونية الخارجية لدول الأزمة تجاه البنوك الدولية في منطقة بنك التسويات الدولية ، أي تلك البنوك التي تقدم بياناتها إلى بنك التسويات الدولية ، وتمثل بالتالي قروضا وتسهيلات مقدمة من هذه البنوك إلى وحدات اقتصادية في دول الأزمة الآسيوية سواء أكانت هذه الوحدات بنوكا أم غير بنوك ، وسواء كانت هذه الوحدات خاصة أم عامة . وتستند هذه البيانات إلى ثلاث نشرات لبنك التسويات الدولية . النشرة الأولى هي «تطور الأعمال المصرفية الدولية والأسواق المالية»<sup>(١٨)</sup> وهي نشرة توضح مراكز البنوك في منطقة بنك التسويات الدولية تجاه دول العالم بما فيها دول الأزمة الآسيوية ، حيث توضح قروضها إلى هذه الدول أي إلى الوحدات العاملة في اقتصاديات الدول سواء كانت بنوكا أو مؤسسات مالية غير مصرفية أو وحدات إنتاجية في قطاعات أخرى وسواء أكانت تعمل في القطاع الخاص أم العام (الحكومة) ، كما توضح هذه النشرة أيضا ودائع هذه الوحدات لدى هذه البنوك الدولية . فهي تشير إلى أصول هذه البنوك لدى هذه الدول كما تشير أيضا إلى خصوم (التزامات) هذه البنوك تجاه هذه الدول . أما النشرة الثانية فهي «توزيع القروض المصرفية الدولية حسب آجال الاستحقاق ، والجنسية ، والقطاع»<sup>(١٩)</sup> وهي تقوم بتقسيم إجمالي مطالب البنوك على هذه الدول (قروض البنوك لهذه الدول) حسب القطاع (بنوك أم غير بنوك) (خاص أم عام) وحسب آجال الاستحقاق (سنة فأقل ، وستان ، وأكثر من سنتين) ثم التقسيم حسب جنسية المقرض والمقترض ، وهي نشرة نصف شهرية . أما النشرة الثالثة فعنوانها : «إحصاءات عن المديونية الدولية : مطالب البنوك ومطالب غير البنوك فيما يتعلق بالتجارة بالنسبة للدول المقترضة»<sup>(٢٠)</sup> . ويشير الجدول

رقم ٦ إلى مديونية دول الأزمة للبنوك الدولية التابعة لبنك التسويات الدولية ، ويبدو من الجدول ضخامة هذه القروض وتزايدها المستمر خلال سنوات التسعينيات ، كما يوضح نسبة القروض قصيرة الأجل (سنة فأقل) إلى إجمالي القروض (الأصول) ، فلا يقل متوسطها عن ٥٠٪ في كل من الفلبين وماليزيا فحين تصل هذه النسبة إلى ٧٠٪ ، في كل من كوريا الجنوبية وتايلاند . ولا شك في أن إضافة القروض التي لم يكن من الممكن تصنيفها حسب آجال الاستحقاق (غير المصنفة) إلى القروض قصيرة الأجل ترفع هذه النسبة بشكل ملحوظ . وتثير مقارنة جدول (٥) و (٦) بعض القضايا المهمة خاصة في السنوات السابقة مباشرة لانفجار الأزمة ، ففي حالة كوريا الجنوبية يصل إجمالي رصيد مديونياتها الخارجية إلى ٨, ١٥٩ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ (جدول ٥) ، وبلغ رصيد القروض المصرفية خلال ذات العام ١, ١٠٩ بليون دولار أمريكي (جدول ٦) .

#### (هـ) عبء المديونية (الملاءة والسيولة) :

يثير موضوع ميزان المدفوعات الجاري وما يرتبط به من تراكم مستمر للمديونية الخارجية موضوع عبء هذا العجز وتلك المديونية ، كما يثير أيضا قضية مدى إمكانية استمرار هذا العجز<sup>(٢١)</sup> ، أي قدرة الاقتصاد على تحمل استمرار هذا العجز ، كذلك يثير عجز ميزان المدفوعات قضية الملاءة<sup>(٢٢)</sup> ، أي قدرة الدولة على مواجهة التزاماتها . هل هناك معيار فني يمكن الاستناد إليه للقول بأن ميزان المدفوعات وما يترتب عليه من مديونية خارجية قد وصلا إلى أبعاد لا يمكن قبولها ، بمعنى أن الاستمرار في هذا العجز قد يولد الانفجار بتوقع تخفيض العملة ، والخروج غير المنتظم للأموال ، ومن ثم حدوث الأزمة المالية ، إذ يرى البعض أن الدولة التي يتراكم لديها الدين الخارجي بمعدل يفوق تكلفة الاقتراض ، لن تستطيع الاستمرار طويلا في هذا المضمار .

وكما أشرنا سابقا فإن عبء خدمة الدين لدى دول الأزمة الآسيوية الخمس يبدو طبيعيا في المستوى المقبول ، بل ينخفض عن مستوى هذا المعامل في العديد من الدول النامية سواء في أمريكا اللاتينية أو غيرها ، وذلك باستثناء إندونيسيا حيث يرتفع فيها هذا المعامل نسبيا (انظر الجدول رقم ٥) . ومقياس معامل خدمة الدين هنا هي نسبة أعباء خدمة الدين إلى حصيللة الصادرات من السلع والخدمات ، كما أن عبء خدمة

الدين يشمل مدفوعات الفوائد مضافا إليها أقساط أصل الديون طويلة الأجل ، وبالتالي لا يشمل الديون قصيرة الأجل . أما عبء الديون مقاسا بنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي وإن كان يبدو منخفضا في دول الأزمة الآسيوية فإنه يأخذ مسارا متزايدا وهو ما يثير القلق لدى البعض الذي أشار في هذا الصدد إلى موضوع مدى إمكانية استمرار هذا العبء .

وفيما يتعلق بالحساب الجاري لميزان المدفوعات فيجري العرف على محاولة الربط بين هذا العجز وإمكانية استمراره - أي مدى تحمله - ومفهوم الملاءة . فأى مسار يتخذه العجز في الحساب الجاري يعتبر مقبولا ومتلائما مع مفهوم الملاءة طالما أن القيمة الحالية لفائض الميزان التجاري الحالي والمستقبلي تساوى حجم المديونية الحالية . ومن هنا فإن الدولة تستطيع أن تحقق عجزا كبيرا ومستمر في ميزان مدفوعاتها الجاري ومع ذلك تظل في حالة ملاءة طالما أنها تصبح قادرة (أو لديها قدرة) على تحقيق فائض في ميزانها التجاري وبحجم معقول في المستقبل . فإذا نظرنا إلى الميزان التجاري باعتباره ذلك الجزء من صافي الإنتاج المحلي الذي يجري تحويله إلى العالم الخارجي ، أو أنه صافي الموارد المحلية التي يجري تحويلها للعالم الخارجي ، «فإن شرط الملاءة والقدرة على الاستمرار يتطلبان أن تصبح القيمة الحالية لهذه الموارد التي يجري تحويلها للعالم الخارجي مساوية لحجم الدين الحالي لهذا العالم الخارجي»<sup>(٢٣)</sup>.

ولقد لجأ البعض إلى مفهوم ومقياس عملي للملاءة يتمثل في ثبات نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، أو عدم زيادة هذه النسبة<sup>(٢٤)</sup> . وفي هذا الصدد يمكن القول إنه إذا كان سعر الفائدة الحقيقي يفوق معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي فإن ثبات نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتبر شرطا كافيا للملاءة وللقدرة على استمرار وتحمل العجز في ميزان المدفوعات . واستنادا إلى هذا المعيار للملاءة يمكن حساب ما يجري العرف على تسميته «فجوة ميزان الموارد»<sup>(٢٥)</sup> وهو حجم التصحيح المطلوب تحقيقه في الميزان التجاري مقارنة بالموقف الحالي لهذا الميزان حتى يمكن أن تستقر نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي . فإذا كنا بصدد اقتصاد ما تتزايد فيه نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، فإن فجوة الموارد تمثل ذلك الفرق بين العجز الحالي في الميزان التجاري وحجم الفائض المطلوب تحقيقه في

الميزان التجاري واللازم للحفاظ على استقرار نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي . وسوف يتزايد حجم هذه الفجوة في الدول التي تعاني من ارتفاع نسبة عجز ميزانها التجاري إلى الناتج المحلي (الإجمالي) أو ارتفاع نسبة مديونياتها الخارجية إلى الناتج المحلي (الإجمالي) ، أو تلك التي يتزايد فيها الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي . ومن هنا «فإن أي اقتصاد يتسم بالزيادة المستمرة في معدل نمو إنتاجه يستطيع أن يحقق عجزاً في ميزان مدفوعاته الجاري ومع ذلك يحافظ على استقرار نسبة المديونية الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي»<sup>(٢٦)</sup>.

وقد قامت بعض المحاولات لقياس حجم فجوة الموارد بالمفهوم السابق في دول الأزمة الخمس في عام ١٩٩٦ وذلك تحت افتراض أن الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول هو ١٪ ، وهكذا بلغ حجم التصحيح المطلوب في الميزان التجاري للوصول إلى استقرار نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول ٤ ، ٤ في كوريا ، ٦ ، ٩ في تايلاند ، ٣ ، ٣ في إندونيسيا ، ٦ ، ٥ في الفلبين ، ٢ ، ٣ في ماليزيا<sup>(٢٧)</sup> ، وهذه النسب هي نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، بمعنى أن حجم التصحيح في موقف الميزان التجاري (فجوة الموارد) تقاس كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي . وسوف ترتفع هذه النسب إذا زاد الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن ١٪ . ويبدو بما لا يدع مجالاً للشك ارتفاع هذه النسب وبالتالي كبر حجم فجوة الموارد ، أو حجم التصحيح المطلوب تحقيقه في هذه الدول ليتحقق الاستقرار . ولا شك في أن هذه النسب وبالتالي حجم فجوة الموارد كانت ستكون أعلى بكثير لو تم الحساب استناداً إلى بيانات عام ١٩٩٧ وهي سنة الأزمة .

ويمكن أن تعاني الدولة المليئة من مشكلة سيولة حادة في المدى القصير ، وذلك حينما يعجز رصيدها المتاح من العملات الأجنبية عن مواجهة أعباء خدمة الدين الخارجي (مدفوعات الفوائد بجانب القروض التي حلت آجال استحقاقها) . إذا ظهرت مشكلة السيولة سيطر القلق والتوتر على سلوك الدائنين - نتيجة لتخفيض سعر صرف العملة الوطنية بشكل مفاجئ - مما قد يؤدي بهم إلى رفض تجديد أو مد أجل الديون (Roll-over) قصيرة المدى التي استحققت . ويترتب على ذلك أنه إذا كانت

الديون قصيرة الأمد تحتل النصيب الأكبر من الالتزامات الخارجية فإن الأزمة قد تأخذ شكل ندرة في السيولة ، أي عدم قدرة الدولة على مد آجال أو تجديد ديونها قصيرة المدى .

ولقد حاولنا في الجدول رقم (٧) بالملحق الإحصائي قياس مدى ضغط أو إلحاح مشكلة السيولة ، فقمنا بقياس خدمة الدين - بمفهومها التقليدي وكما تستخدمه المؤسسات الدولية - وهو مدفوعات الفوائد بجانب أقساط القروض طويلة الأجل - كنسبة من رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية ، وهو ما يشير إليه الجدول رقم (٧) تحت بند المفهوم الأول للأعباء . ويبدو من الجدول أنه باستثناء إندونيسيا حيث تصل النسبة إلى أبعاد غير مقبولة والفلبين حيث ترتفع هذه النسبة إلى حد كبير ، فإن هذا المعامل يبدو منخفضا في أغلب دول الأزمة وهي كوريا وتايلاند وماليزيا ، حيث تبدو قيمة هذا المعامل غير مثيرة للقلق .

أما المحاولة الثانية فقد حاولنا بجانب المفهوم التقليدي للأعباء السنوية لخدمة الدين (مدفوعات الفوائد + أقساط القروض طويلة الأجل) أن نضيف الأعباء قصيرة المدى أي الالتزامات قصيرة المدى التي استحققت خلال العام . أما الالتزامات قصيرة المدى فقد حددناها بالقروض والالتزامات التي تصل آجالها إلى سنة فأقل ، وفي هذا الصدد اعتمدنا على بيانات بنك التسويات الدولية (BIS) في نشرته نصف السنوية عن توزيع القروض الدولية لبنوك منطقة بنك التسويات الدولية حسب آجال الاستحقاق والقطاع وجنسية المقرض والمقترض<sup>(٢٨)</sup> . وقد استندنا إلى بيانات رصيد هذه القروض (قروض سنة فأقل) في نهاية ديسمبر من كل عام على أنها تمثل القروض التي سوف تستحق في العام الثاني ، بمعنى أن رصيد هذه القروض في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٤ سوف يستحق خلال عام ١٩٩٥ وبالتالي قمنا بإضافته إلى الالتزامات التقليدية الخاصة بأعباء خدمة الديون الخارجية وهي مدفوعات الفوائد مضافا إليها أقساط الديون طويلة الأجل . وقد قمنا بمقارنة هذا المفهوم الجديد للالتزامات برصيد الاحتياطي من العملات الأجنبية في دول الأزمة الخمس خلال الفترة ١٩٩٤-١٩٩٧ . الجزء الثاني من الجدول رقم (٧) يوضح ذلك ، ويبدو من بيانات الجدول أن الصورة قائمة غاية في القتامة ، ذلك أنه باستثناء ماليزيا - التي تحطت فيها الالتزامات

بالمفهوم السابق رصيد الاحتياطي أي زادت النسبة عن ١٠٠٪ - بلغت هذه الالتزامات ما يزيد على ضعف وثلاثة أضعاف رصيد احتياطي العملات الأجنبية لدول الأزمة الآسيوية الأخرى خلال عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ ، كما تخطت ضعف رصيد هذا الاحتياطي في الأعوام السابقة . وسوف نتناول مفهوم السيولة ومؤشراته بالتفصيل في الفصل القادم (الفصل الخامس) عند الحديث عن النظام المالي المحلي في دول الأزمة .

## هوامش الفصل الرابع

١- S. Radelet & J. Sachs " The Onset of the East Financial Crisis" NBER Working paper No. 6680, August 1998, Statistical appendix . See also G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, " What caused the Asian Financial Crisis . "Part I " Macroeconomic overview." NBER, working paper No. 6834, Dec. 1998, -Statistical appendix,

٢- مؤشرات التنمية البشرية الواردة في هذا الفصل مأخوذة من University Press-velopment Report 1998. New York, Oxford Uni-UNDP: " Human Development Report 1998. New York, Oxford University Press, 1998.

٣- "G. Ranis & S. Mahmoud : "The Political Economy of Development policy Change" Oxford Blackwell 1992, p.2.

٤- G. Corsetti (1998) op cit p. 12

٥- IMF: World Economic Outlook , October 1998, p. 83.

٦- تبدو بعض بياناتنا الخاصة بنسبة العجز في ميزان المدفوعات منخفضة هامشيا مقارنة ببعض النسب الواردة في بعض المراجع الأخرى ، وقد يرجع ذلك إلى أننا نظرا لنشر بيانات الناتج المحلي الإجمالي في نشرة IFS لصندوق النقد الدولي بالعملة المحلية قمنا بتحويل الناتج المحلي الإجمالي إلى الدولار باستخدام متوسط سعر الصرف السائد خلال العام كما هو وارد في ذات النشرة ، وقد يكون ذلك هو السبب . انظر حجم الاختلاف بالرجوع إلى :

G. Corsetti , P. Pesenti, N. Roubini " What caused The Asian Currency and Financial Crisis " NBER , Working paper No. 6833, (1998) Part I. P.39.

٧- انظر

S. Radlet & J. Sachs. " The Onset of the East Asian Financial Crisis" Op cit Table 7.a.

٨- st quarter 1999, 1" ING Barings, " Global Economics p. 123. See Also IFS April 1999.

٩- تبلغ صادرات ماليزيا من المنتجات الإلكترونية ٥٣٪ من إجمالي صادراتها ولم تتمكن من فصل الصادرات الإلكترونية بمفردها في حدود البيانات المتاحة .

١٠- تشير بعض المراجع إلى أن تخفيض العملة الصينية في يناير عام ١٩٩٤ قد بلغ ٥٠٪ .

5G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, op cit Part I , P.5

- Financial Times , Editorial , Septemper 17, 1997 \_ ١١
- IMF. " IFS" April 1999, October 1994, هذه النسب مأخوذة من \_ ١٢
- J.P. Morgan "Asian Financial Markets" . January 1998. \_ ١٣
- وتشير هذه النشرة إلى أن العائد من الإيجار يمثل ٢, ٧/ في جاكرتا ، و ٨, ٥/ في كوالا لومبور ، ٨, ٦/ في بانكوك .
- Institute of International Finance (IIF) \_ ١٤
- وهو مركز للدراسات والبحوث يختص بدراسة مخاطر الإقراض للدول النامية وقد تم إنشاؤه في أعقاب أزمة المديونية العالمية عام ١٩٨٢ بواسطة البنك التجارية العالمية .
- World Economic Outlook \_ ١٥
- وهو تقرير نصف سنوي يصدر مرتين : الأولى في مايو والثانية في أكتوبر من كل عام (صندوق النقد الدولي) .
- World Bank " World Debt Tables" Washington, 1998 \_ ١٦
- Bank of International Settlements. \_ ١٧
- BIS, " International Banking & Financial Market Developments" \_ ١٨
- BIS, " The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending." \_ ١٩
- BIS, " Statistics on External Indebtedness: Bank and Trade Related Non-Bank \_ ٢٠
- idual Borrowing Countries." -Claims on Indi
- Sustainability \_ ٢١
- Solvency \_ ٢٢
- M. Obstfeld SK. Rogoff, " Foundations of international Macroeconomics , \_ ٢٣
- (1996), p.66.
- G. Corsetti , P.Pesenti, N. Roubini, opcit ,. PartI. p.9 \_ ٢٤
- I bid , p.9 \_ ٢٥
- M. Obstfeld & K . Rogoff, " Foundations of International Macroeconomics." \_ ٢٦
- 1996, p.67.
- G. Corsetti , P. Pesenti, N. Roubini, opcit, p.9: هذه النسب مأخوذة من \_ ٢٧
- BIS, " The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank \_ ٢٨
- Lending , " Basle, Switzerland.

الملحق الإحصائي  
الفصل الرابع  
جدول رقم (1)

المؤشرات الإجمالية لدول جنوب شرق آسيا  
1965 - 1997  
متوسط معدل النمو السنوي (بالمليون دولار)

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
<b>ماليزيا</b>										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	-	%7.5	%7.3	%5.9	%5.9	%8.9	%8.6	%7.7		
الزيت الصخري	265	305.8	1732.5	1423	4185	1763	3.826	3.876		
تيران النفط عائد تجاري	54.3	213.7 -	1212	2025.5 -	500.7	3682.2 -	4596 -	4.792 -		
الإجمالي الأجنبي المباشر	58.7	233.5	524	1058	1054	4165	2754			
نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي	%15	%22	%25	%34	%28	%36	%55.37	%57.46		
الإحاطات الديون على الدين	501.8	1092.7	3031.5	4112	7073	19052	27009	20.788		
النسب المئوية	-	-	6611	6611	19128.8	23512	41967			
نسبة سعر الزيادة السنوية للناتج المحلي	4.725 -	6.8 -	8.83 -	13.3 -	6.3 -	0.4 -	0.73 -	2.41 -		
معدل التضخم السنوي	%1.32	%6.8	%4.71	%5.0	%1.6	%3.7	%3.5	%2.7		
معدل التضخم / الناتج المحلي الإجمالي	%1.51	%2.7 -	%1.19	%3.85	%1.56	%5.9 -	%4.6 -	%4.9 -		

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
<b>٥-١٠-١٩٩٩</b>										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%9.1	%6.4	%7.4	%5.5	%9.1	%8.9	%5.5	%0.4		
البن القطاعي	281 -	411 -	993 -	1792 -	2184 -	5482 -	9.488 -	1.551		
معدل النمو القطاعي	104.8 -	205.6 -	1245 -	2027 -	2181 -	8193 -	14.691 -	3.024 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	44.3	73	82.5	262	976	1968	1595			
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%22	%23	%25	%24	%28	%40	%54.59	%49.67		
الاحتياطيات الدولية على الدين -	839.6	1203.2	1783.6	1758	6319.7	23257.2	37731	26.179		
الدين الخارجي	-	-	8297	8297	22440	42127.8	98556			
نسبة حجم المزاولة للعملة للناتج المحلي	%2.3 -	%3.01 -	%4.00 -	%4.765 -	%0.415 -	%3.27	%0.92	%0.31 -		
معدل التضخم السنوي	%2	%8	%9	%8	%4	%5	%5.9	%5.6		
معدل التضخمات / الناتج المحلي الإجمالي	1.675 -	1.965 -	5.2 -	5.52 -	3.3 -	6.86 -	7.94 -	1.96 -		
<b>١١-١٠-١٩٩٩</b>										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%5.1	%5.8	%6.3	%0.18 -	%2.7	%2.4	%5.9	%5.0		
البن القطاعي	149.5 -	261.8 -	1310 -	1742 -	1567 -	5824 -	11.342 -	11.127 -		
معدل النمو قطاعي	56.6 -	117 -	1214 -	1887 -	677.7 -	2115.5 -	3.953 -	4.351 -		
الاستثمار الأجنبي المباشر	10 -	16.5	72.7	34.6	412.5	934.8				
نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي	%17	%18	%25	%26	%19	%22	%40.08	%44.44		
الاحتياطيات الدولية على الدين	132.3	791.7	2041.5	1460.7	1109.2	4273	10030	7266		
الدين الخارجي	-	-	17417	17417	29266	32609	57			
نسبة حجم المزاولة للعملة للناتج المحلي	%1.03 -	%0.68 -	%1.25 -	%2.69 -	%2.98 -	%1.1 -	%0.299 -	%0.06 -		
معدل التضخم السنوي	%5	%17	%11	%21	%10	%11	%8.4	%5.1		
معدل التضخمات / الناتج المحلي الإجمالي	-	-	-	-	%3.6 -	%4.9 -	%3.11 -	%3.25 -		

الدولة والمؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90	1996	1997	1998	1999
<b>أندونيسيا</b>										
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%4.9	%8	%7.4	%5.6	%5.6	%7.1	%8.0	%4.6		
التجارة الخارجية	34.3	847	4038	5060.2	5108	6502.8	5948	10 074		
ميزان المدفوعات الجاري	242.5 -	333 -	85.2 -	2166 -	2237.5 -	3658.2 -	7 663 -	4 890 -		
الإستيراد الأجنبي المباشر	12.8	145	290	227	550.6	2135.5	2556			
نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%9	%17	%21	%27	%32	%34	%50.87	%58.16		
الإجماليات الثابتة مع التضخم	65.8	632	2778.3	4502.5	5429.7	10712	18 251	16 587		
النقد الخارجي	-	-	20944	20944	54508	82548	129 033			
نسبة سعر الفائدة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي	-	%2.88 -	%3.19 -	%1.5 -	%1.66 -	%0.82	%1.49	%1.05 -		
معدل التضخم السنوي	%313	%19	%15	%11	%8	%10	%8.0	%7.5		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	%3.59 -	%2.44 -	%0.48 -	%2.31 -	%2.58 -	%2.47 -	%3.38 -	%2.17 -		
<b>كوريا الجنوبية</b>										
مخطط نمو الناتج المحلي الإجمالي	%9.6	%9	%7.5	%6.7	%9.5	%7.8	%7.3	%5.5		
التجارة الخارجية	665.8 -	1119 -	2216 -	2237 -	4314	2860 -	14 965	3 179		
ميزان المدفوعات الجاري	316.8 -	10101 -	2124 -	2747 -	5176	4177.5 -	23 006 -	8 167 -		
الإستيراد الأجنبي المباشر	17.6	69.8	45.2	32.2	383	978				
نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%22	%23	%29	%29	%31	%37	%52.11	%50.65		
الإجماليات الثابتة مع التضخم	380.2	584.4	2394.4	2730.6	8687.6	20693.3	34037	20367		
النقد الخارجي	-	-	29480	29480	38007	44124.6	146198			
نسبة سعر الفائدة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%0.63 -	%1.6 -	%1.72 -	%2 -	%0.04	%0.26 -	%0.11	%1.37 -		
معدل التضخم السنوي	%13	%16	%19	%11	%5	%6.6	%4.9	%4.5		
ميزان المدفوعات / الناتج المحلي الإجمالي	%4.77 -	%6.88 -	%4.51 -	%4.86 -	%3.86 -	%3.29	%1.26 -	%4.75 -		

المصدر : IMF, "International Financial Statistics", April 1994, and April 1999.

\* معدل الأرباح الفلانية من السنة المالية 1998/97.

## الملحق الإحصائي

### الفصل الرابع

#### جدول رقم (2)

مصادر النمو الاقتصادي  
في الدول الآسيوية  
(معدل النمو السنوي %)

الدول والمؤشرات	1994/60	1994/84	1984/73	1973/60
كوريا	5.7	6.2	5.3	5.6
	3.3	3.3	3.4	3.2
	0.8	0.6	0.8	0.9
	1.5	2.1	1.1	1.4
اندونيسيا	3.4	3.7	4.3	2.5
	2.1	2.3	3.3	0.9
	0.5	0.5	0.5	0.5
	0.8	0.9	0.5	1.1
الفلبين	1.3	0.3 -	1.2	2.5
	1.2	0.2	2.0	1.3
	0.5	0.4	0.6	0.6
	0.4 -	0.9 -	1.3 -	0.7
تايلاند	5.0	6.9	3.6	4.8
	2.7	2.6	2.0	3.2
	0.4	0.8	0.5	0.1
	1.8	3.3	1.1	1.4
أمريكا اللاتينية	1.5	0.1	0.4	3.4
	0.9	0.1	1.1	1.3
	0.4	0.4	0.4	0.3
	0.2	0.4 -	1.1 -	1.8
الولايات المتحدة الأمريكية	1.1	0.9	0.2	1.9
	0.4	0.3	0.3	0.5
	0.4	-	0.5	0.6
	0.3	0.7	0.5	0.8

- Source: S. Barry P. Bosworth & Suzan Collins: "Economic growth in East Asia: Accumulation Versus Assimilation", Brookings Paper on Economic Activity: 2, 1996, quoted from IMF, World Economic Outlook, October 1998, P. 84.

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الرابع**  
**جدول رقم (3)**

**صافي تدفقات رأس المال إلى**  
**دول الأزمة الآسيوية الخمس**  
**(بليون دولار أمريكي)**

السنة / نوع التدفق	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة	26.8	26.6	31.9	33.2	62.5	62.4	19.7-	45.3-
(1) صافي الاستثمارات المباشرة	6.1	6.3	6.7	6.5	8.7	9.5	12.1	4.9
(2) صافي استثمارات المحافظ (الاستثمارات المالية)	3.4	5.3	16.5	8.3	17.5	20.0	12.6	6.5-
(3) صافي الاستثمارات الأخرى*	17.3	15.0	8.7	18.4	36.9	32.9	44.5-	43.6-
ب صافي التدفقات الرسمية	4.4	2.0	6.0	0.3	0.7	4.8	25.0	22.7
ج - للتغير في الاحتياطي**	8.3-	18.1-	20.6-	6.1-	18.3-	13.6-	37.7	39.1-
ميزان المعقولات الجاري***	25.2-	16.1-	13.5-	23.2-	40.5-	53.4-	27.5-	9.7-

\* الاستثمارات الأخرى تشمل صافي التدفقات قصيرة وطويلة المدى الأخرى شاملة الإقراض المغض والرسمي.

\*\* العملة السائلة تعني الريال.

\*\*\* الفرق بين الحساب الجاري ليزان المعقولات ويجمع صافي التدفقات الخاصة والرسمية والتغير في الاحتياطي على حساب رأس المال ويند الخلف والمقتا.

Source: IMF, "world Economic Outlook" May 1999, Table 2-5.

الملحق الإحصائي  
الفصل الرابع  
جدول رقم (4)

تدفقات رؤوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس  
(بليون دولار أمريكي)

1998	1997	1996	1995	السنة / التدفق
69.2-	26.1-	54.8-	40.6-	ميزان العمليات التجارية
4.2-	28.3	99.0	83.0-	التحويلات الخارجية (صافي)
27.6-	0.2	102.3	80.4	صافي التدفقات الخاصة
13.7	4.4	18.6	15.3	صافي الاستثمار في الأسهم
9.5	5.9	4.7	4.2	الاستثمار المباشر (صافي)
4.3	1.5-	13.9	11.0	الاستثمار في محافظ الأسهم (صافي)
41.3-	4.2-	83.7	65.1	- القروض الخاصة (صافي)
36.1-	21.2-	62.7	53.2	البنوك التجارية (صافي)
5.3-	17.1	21.0	12.0	غير البنوك (صافي)
23.4	28.1	3.3-	2.6	صافي التدفقات الرسمية
19.3	22.4	0.2-	0.3-	المؤسسات المالية الدولية
4.1	5.7	1.3-	3.0	التدفقات الثنائية
22.9-	33.7-	27.3-	28.3-	- إقراض المقيمين للخارج (صافي) *
42.1-	31.5	16.9-	14.1-	- الإحتياطي من العملة الأجنبية باستبعاد الذهب

Source : Institute of international Finance " Capital Flows to Emerging "

- \* تشمل تحويل الصادرات والذهب التندي أو الحدف والخطأ وبعض التبدل الأخرى .  
\*\* العلامة المسالية = زيادة

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الرابع**  
**جدول رقم (5)**  
**جدول المدفوعة الخارجية لـ**  
**الآزمة الاقتصادية الخمس**  
**(بليون دولار أمريكي)**

السنة / السنة	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>أندونيسيا</b>						
المدفوعة الخارجة	84.9	91.6	106.3	120.6	132.8	137.4
% من الناتج المحلي الإجمالي	%61.1	%58	%60.1	%59.6	%58.4	%67.1
مدفوعة طريق ربحية الذي	68.0	72.4	85.4	90.6	91.5	100.6
مدفوعة حقوق الذي	16.9	19.2	20.8	30.0	41.3	36.8
صافي خدمة الدين % *	%32.3	%33.5	%30.4	29.5	%35.6	%34.3
<b>كوريا الجنوبية</b>						
المدفوعة الخارجة	63.8	72.0	101.3	132.6	159.8	157.2
% من الناتج المحلي الإجمالي	%20.7	%21.6	%26.6	%29.1	%33.0	%35.5
مدفوعة طريق ربحية الذي	27.7	32.7	39.9	48.2	57.6	88.5
مدفوعة حقوق الذي	36.1	39.3	61.4	84.4	102.2	68.6

الفلبين										النسبة المئوية للخدمة % من الناتج المحلي الإجمالي نموذج طريقة ومعرفة الدين عالمية
52.3	50.1	44.7	41.8	37.2	33.9					
62.9	%59.8	%60.4	%65.2	%68.8	%64.3					
39.7	37.5	34.6	34.6	31.2	27.4					
12.6	12.6	7.2	7.2	6.0	6.5					
										ماليزيا
43.6	38.9	35.5	34.7	37.1	28.7					
%44.3	%39.2	%40.7	%47.9	%59	%49.8					
31.3	27.7	27.3	25.8	23.2	20.3					
12.3	11.2	8.2	8.9	13.8	8.4					
										ماليزيا
95.8	99.7	89.8	68.2	54.1	43.4					
%52.3	%47.3	%43.0	%39.0	%37.4	%34.3					
80.8	69.6	48.4	38.9	28.3	23.6					
30.0	38.3	41.4	29.3	25.8	19.8					
										ماليزيا

Source: Institute of International Finance : Malaysia Economic Report, June 18, 1998.

Philippines Economic Report, March 31, 1998

South Korea Economic Report July 9, 1998 Indonesia Economic Report , Feb. 20. 1998

Thailand Country report. Sept. 1998.

\* عبء خدمة الدين عبارة عن نسبة أعباء خدمة الدين إلى حصة الصادرات من السلع والخدمات والدخل .

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الرابع**  
**جدول رقم (6)**  
**مركز بنوك منطقة للتسويات الدولية**  
**تجاه دول الأزمة الآسيوية**  
**(بليون دولار أمريكي)**

1997	1996	1995	1994	الدولة / السنة
				<b>كوريا الجنوبية</b>
103.9	109.1	83.3	61.0	الأصول
41.3	29.1	25.1	20.5	بفرض
62.6	80.0	58.2	40.5	سجل الأصول
%68.0	%68.0	%70.0	%70.1	الأصول معزولة للدعا (رصيد) مقابل %
				<b>تايلاند</b>
79.7	99.3	92.2	54.4	الأصول
9.8	9.1	11.8	7.0	بفرض
69.9	90.2	80.4	47.5	سجل الأصول
%66.0	%65.1	%70.0	%70.6	الأصول معزولة للدعا (رصيد) مقابل %

الاندونيسيا					
62.7	57.9	48.9	41.6		الأصول
11.6	13.6	11.5	10.3		المطلوع
51.1	44.3	37.4	31.3		صافي الأصول
%59.0	62.0	%62.2	%60.8		الأصول قصيرة المدى (نسبة مائة مائة)
ماليزيا					
29.1	25.9	18.7	14.4		الأصول
13.1	17.4	13.0	10.3		المطلوع
16.0	8.5	5.7	4.1		صافي الأصول
56.5	50.1	%47.1	48.8		الأصول قصيرة المدى (نسبة مائة مائة)
الفلبين					
16.6	13.5	8.1	6.5		الأصول
9.7	7.8	7.3	6.7		المطلوع
6.9	5.7	0.8	(0.2-)		صافي الأصول
%58.8	%58.0	%49.0	%46.4		الأصول قصيرة المدى (نسبة مائة مائة)

Source: RLS, "International Banking and Financial Market Developments," November 1996 August 1997, & November 1998. & BIS, "The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending, second Half 1996, & second half 1997.

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الرابع**  
**جدول رقم (7)**

أعباء خدمة الدين إلى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية

السنة / السنة		1994	1995	1996	1997
1- المصفوفة الأولى للأعباء					
الدين		0.7	0.81	0.56	0.93
مالي		0.31	0.21	0.23	0.26
إندونيسيا		1.14	1.18	1.13	1.30
بنغلاديش		0.22	0.24	0.25	0.64
كمبوديا		0.30	0.28	0.32	0.59
2- المصفوفة الثانية للأعباء					
الدين		1.22	1.45	1.33	2.05
مالي		0.57	0.54	0.64	1.04
إندونيسيا		2.92	3.19	2.99	3.39
بنغلاديش		1.28	1.45	1.46	2.37
كمبوديا		1.87	1.94	2.31	4.3

المصدر : بيانات رصيد الاحتياطي من العملات الأجنبية مأخوذة من: IMF, "International Financial Statistics, Washington, April 1999 IMF, "International Financial Statistics, April 1999 IMF, "Capital Flows to Emerging market Economies, Washington 1998, World Bank "World Debt Tables" 1998  
أما أعباء خدمة الدين، فتقريباً المعارف عليه فمأخوذة من :  
أما بيانات القرض المصرفية قصيرة الأجل فمأخوذة من  
BIS "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending "Basle, Second half 1995, second half 1996, and first half 1997.



## الفصل الخامس

### أسباب الأزمة

#### ٢ = رخاوة النظام المالي

(١) مقدمة :

أشرنا سابقا إلى أن الأزمة الآسيوية تتضمن العديد من سمات الأزمات المالية المتعددة التي سبق تصنيفها في الفصل الثالث ، مثال ذلك أزمة سعر الصرف وميزان المدفوعات ، و الأزمة المصرفية ، و الأزمة المنظومية ، أزمة الثقة وسلوك القطيع ، المخاطر المعنوية ، الأزمة التي تحقق ذاتها . . إلخ من أنواع الأزمات المختلفة . ولقد أشرنا في الفصل السابق إلى أن الأزمة الآسيوية قد تفجرت بفعل الضغوط الناشئة عن تغير اتجاه حركة تدفق رؤوس الأموال الخاصة من الداخل إلى الخارج ، والنتائج التي ترتبت على فيضان خروج (هروب) الدائنين من العملة المحلية ومحاولة تخلصهم من الأصول المحلية على سعر الصرف وأسعار الأصول من جهة وعلى الجهاز المصرفي من جهة أخرى ، وتأثير ذلك على الوحدات العاملة في قطاع الأعمال ، ومن ثم انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي . وحقيقة الأمر - كما أشرنا في الفصل السابق - أن الأزمة تعود في الأساس إلى التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخاصة قصيرة المدى التي اتجهت إلى بلدان الأزمة الآسيوية نتيجة لقدرة جذب مؤشرات الأداء الاقتصادي الناجح لهذه الدول من ناحية وقوة دفع توافر فائض سيولة عالمية (خاصة في اليابان وأوروبا) بجانب تراجع العائد على الأصول في الأسواق العالمية من جهة أخرى ، وقد انتقل هذا

الانسياب لرءوس الأموال من خلال مؤسسات الوساطة المالية التي لم تكن مستعدة لا لهذا الفيضان من التدفق إلى الداخل ولا إلى تغيير اتجاهه نحو الخارج وبسرعة مرة أخرى ، ويرجع ذلك إلى بعض عوامل الضعف الهيكلي في النظام المالي في هذه الدول . ومن هنا يمكن القول إن النظام المالي ومؤسساته وآلياته قد لعبت دورا مهما في هذه الأزمة . لذا لزم علينا التطرق إلى النظام المالي في دول الأزمة وهيكل هذا النظام ، وطبيعة الهيكل التمويلي لوحداث قطاع الأعمال ، وعملية التحرير المالي وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في هذه الدول ، والإفراط في كل من الاقتراض والإقراض ، والإفراط في الاستثمار وتناججه ، ومشكلة شح السيولة وشح الائتمان ، وآليات الأزمة .

#### ( ب ) هيكل النظام المالي<sup>(١)</sup> :

يتكون النظام المالي الإندونيسي بجانب البنك المركزي (بنك إندونيسيا) من ٢١٢ بنكا تجاريا ، وهو عدد يفوق أي عدد من البنوك التجارية في دول الأزمة الآسيوية الأخرى ، منها سبعة (٧) بنوك تجارية حكومية (مملوكة للدولة) تمثل أصولها حوالي نسبة ٩, ٣٦٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي ، بجانب ٢٠٥ بنك تجاري خاص ينقسم إلى ١٦٤ بنكا تجاريا محليا (وطنيا) تسيطر على ١, ٣٩٪ من جملة أصول النظام المالي ، بالإضافة إلى ٤١ بنكا تجاريا أجنبيا ، وهي في حقيقتها فروع لبنوك أجنبية وتمثل جملة أصولها ٥, ٧٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي . يضاف إلى ما سبق ٢٧ بنكا إقليميا للتنمية يبلغ نصيب أصولها ٢, ٢٪ من مجموع أصول النظام المالي . ويتسم النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية بوجود سيل من المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات الأموال وشركات الاستثمار ومؤسسات الادخار والجمعيات التعاونية للائتمان وأهمها هو شركات الأموال أو شركات التمويل ، وتباين هذه المؤسسات تباينا كبيرا من حيث حجم أصولها وقاعدتها الرأسمالية ونطاق عملها ، ويبلغ عدد هذه المؤسسات المالية في إندونيسيا ما يزيد على ٥٠٠ مؤسسة تمثل أصولها ما نسبته ٤, ٩٪ من جملة أصول النظام المالي ، هذا بجانب عدد ١٤٥ شركة تأمين (خاصة وعامة ، محلية وأجنبية) حيث تمثل أصولها ٥, ٣٪ من جملة أصول النظام المالي الإندونيسي .

وبجانب البنك المركزي الكوري يتكون النظام المالي الكوري من ٨٢ بنكا تجاريا منها

ستة بنوك حكومية تجارية مملوكة ملكية خاصة للدولة تسيطر على حوالي ١٢٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري ، بجانب ٧٦ بنكاً تجارياً خاصاً منها ٢٤ بنكاً تجارياً محلياً تمثل مجموع أصولها ٦, ٢٩٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري ، و ٥٢ بنكاً تجارياً أجنبياً (هي في حقيقتها فروع لبنوك أجنبية) تمثل جملة أصولها ٣, ٥٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري . ويزيد عدد المؤسسات المالية غير المصرفية في كوريا الجنوبية على ١٠٠٠ مؤسسة ما بين شركات أموال وشركات استثمار ومؤسسات ادخار ، وحيث تمثل أصولها ٩, ٣٧٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري ، كما يحتوي النظام المالي الكوري على ٣ بنوك إقليمية للتنمية تسيطر على ٩, ٨٪ من جملة أصول النظام المالي ، هذا بجانب عدد ٦٠ شركة تأمين (شاملة أنواع التأمين المختلفة وأشكال الملكية المختلفة) وتبلغ جملة أصولها ٩, ٤٪ من جملة أصول النظام المالي الكوري .

ويتكون النظام المالي التايلاندي بجانب البنك المركزي التايلاندي - من ٣١ بنكاً تجارياً منها بنكان تجاريان حكوميان تمثل أصولهما ٢, ٢٪ من جملة أصول النظام المالي التايلاندي ، هذا بجانب ٢٩ بنكاً تجارياً خاصاً ، منها ١٥ بنكاً تجارياً محلياً تبلغ جملة أصولها ٢, ٦٢٪ من جملة أصول النظام المالي التايلاندي ، وحوالي ١٤ بنكاً أجنبياً (فروع لبنوك أجنبية) تبلغ جملة أصولها ٢٪ من جملة أصول النظام المالي . أضف إلى ما سبق ما يزيد على ١٠٠٠ مؤسسة مالية غير مصرفية تبلغ جملة أصولها ما يمثل ٢١٪ من جملة أصول النظام المالي التايلاندي ، ومن هذه المؤسسات حوالي ١٠٠ شركة من شركات التمويل لعبت دوراً مهماً في إذكاء لهيب الأزمة وأهمها وأكبرها هو شركة فاينانسون (Finance One) التي مهد انهيارها إلى تفجير الأزمة ، كما قامت الحكومة في الأيام الأولى للأزمة بإغلاق ١٨ شركة من هذه الشركات ثم وصل عدد الشركات التي أغلقت حوالي ٤٢ شركة . وقد لعبت هذه الشركات - المؤسسات المالية غير البنكية - دوراً مهماً في التمهيد لهذه الأزمة - أما شركات التأمين فيبلغ عددها ١٢ شركة تصل مجموع أصولها إلى نسبة ٨١, ١٪ من جملة أصول النظام المالي التايلاندي .

أما النظام المالي الماليزي فيتكون بجانب البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) من ٣٥ بنكاً تجارياً ، منها بنك تجاري حكومي واحد و ٣٤ بنكاً تجارياً خاصاً تبلغ جملة أصولها حوالي ٥٩٪ من جملة أصول النظام المالي الماليزي ، وتنقسم هذه البنوك التجارية الخاصة

إلى ٢١ بنكا تجاريا محليا (وطنيا) و حوالي ١٣ بنكا أجنبية ، هذا بالإضافة إلى حوالي ١٣ بنكا استثماريا ومتخصصا تسيطر على ٤ , ٥٪ من جملة أصول النظام المالي ، ويبلغ عدد المؤسسات المالية غير المصرفية ١٦٨ مؤسسة يبلغ نصيب أصولها ٢٩٪ من جملة أصول النظام المالي الماليزي . أما شركات التأمين وعددها حوالي ٦٧ شركة فتبلغ جملة أصولها ما نسبته ٥ , ٤٪ من جملة أصول النظام المالي .

ويصل عدد البنوك التجارية في الفلبين إلى ٣٠ بنكا تجاريا منها خمسة بنوك تجارية مملوكة للدولة تسيطر على ٩ , ١٢٪ من جملة أصول النظام المالي ، أما الباقي فهو ٢٥ بنكا تجاريا خاصا تصل جملة أصولها إلى نسبة ٤٠ , ٥٪ من أصول النظام المالي الفلبيني ، منها ٤ فروع لبنوك أجنبية تمثل أصولها نسبة ٨ , ٦٪ من جملة أصول النظام المالي ، أضف إلى ما سبق حوالي ١٠٠٠ مؤسسة مالية غير مصرفية أو يزيد يمثل مجموع أصولها ١ , ١٤٪ من جملة أصول النظام المالي ، ويبلغ عدد شركات التأمين ١٤٤ شركة تأمين (خاصة وعامة ومحلية وأجنبية وبأنواع مختلفة) تصل جملة أصولها إلى نسبة ٥ , ١٩٪ من أصول النظام المالي الفلبيني .

يمثل ما سبق وصفاً للمؤسسات العاملة في النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية الخمس وطبيعة هذه المؤسسات ووزنها النسبي في النظام أو الهيكل المالي لهذه الدول ، أما سمات هذا النظام وخصائص تلك المؤسسات وأسلوب عملها وسياساتها وآلياتها فسوف نتناوله في حينه .

#### (جـ) الهيكل التمويلي لقطاع الأعمال :

يؤكد الكثيرون أن الأزمة المنظومية تتولد في الأسواق المالية أو يتم تعظيمها وتضخيمها بواسطة الأسواق المالية ، بمعنى أدق فإن المخاطر المنظومية لا بد وأن تتولد في عملية التمويل ، بمعنى أن يتم تمويل الاحتياجات الرأسمالية لمشروع ما بواسطة مستثمرين من خارج المشروع . وطبقا لهذا التعريف فإن المخاطر المنظومية لا توجد إطلاقا إذا قام المشروع بتمويل احتياجاته الجارية أو الرأسمالية تمويلا ذاتيا . هذه السمة تبدو متوافرة في دول الأزمة الآسيوية ، إذ يتسم الهيكل التمويلي في قطاع الأعمال في دول الأزمة الآسيوية - بصورة خاصة - بالاعتماد الكبير على الإقراض المصرفي وما في حكمه

بدلاً من الاعتماد في التمويل على حقوق الملكية أي الأوراق المالية كالأسهم وطرحها من خلال سوق رأس المال . وهكذا تتسم وحدات قطاع الأعمال في هذه الدول - مع اختلاف واضح فيما بينها - بارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين <sup>(٢)</sup> (رأس المال + الاحتياطيات) مقارنة بالعديد من الدول الأخرى سواء أكانت دولاً متقدمة أم دولاً نامية . ويرجع ذلك إلى ارتفاع ادخار القطاع العائلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالدول الأخرى ، وحيث يقوم القطاع العائلي بتوظيف هذا الادخار عن طريق إيداعه في البنوك (الجهاز المصرفي) ، وهي تمثل الموارد المتاحة للبنوك لاستخدامها في أوجه التوظيف المختلفة <sup>(٣)</sup> . وهكذا تستخدم البنوك هذه الموارد في إقراض قطاع الأعمال . بمعنى آخر فإن اختيارات المخاطر للقطاع العائلي متحيزة تجاه توجيه المدخرات نحو الإيداع في البنوك بدلاً من استثمارها في حقوق الملكية (الأسهم) ، وعلى البنوك أن تقوم بمهمة الوساطة المالية لهذا التدفق الضخم من المدخرات . وحيث إن الحكومة ليست مقرضاً في هذه البلدان ، أو ليست مقرضاً ذا قيمة نظراً لأن أغلب دول الأزمة الآسيوية تتسم بوجود فائض في الموازنة العامة أو عجز لا يتعدى ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، كذلك فإن القطاع العائلي ليس مقرضاً هو الآخر حيث يتمتع بفائض ادخار كبير (زيادة في الادخار عن الاستثمار) ، فإن المقرض الوحيد في مثل هذه الحالة هو وحدات قطاع الأعمال والمستثمرون الآخرون حيث توجد فجوة ادخارية كبيرة أي أن الادخار يعجز عن تمويل استثمارات هذا القطاع مما يولد الحاجة إلى ضرورة التمويل عن طريق الاقتراض . وحيث إن التمويل عن طريق سوق حقوق الملكية (الأسهم) محدود للغاية وغير متطور ، بجانب أن سوق السندات ما زالت في بداياتها الأولى ، فإن الطريق الوحيد المتاح هو الاقتراض من المؤسسات المالية المحلية . وتحتاج شركات قطاع الأعمال التي ترغب في اقتحام ميدان التصدير إلى موارد مالية كبيرة من الصعب الحصول عليها إلا عن طريق الاقتراض ، فلا الأرباح المحتجزة في قطاع الأعمال ولا سوق الأسهم يمكن أن تسعف في هذه الحالة خاصة بالأحجام المطلوبة لبناء إمكانيات المنافسة في السوق الدولية ولا استمرار الوجود في هذه السوق . ومن هنا كان ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في قطاع الأعمال في هذه الدول الآسيوية مقارنة بغيرها من الدول .

وتشير إحدى الدراسات <sup>(٤)</sup> إلى أن وصول متوسط نسبة الدين إلى حقوق المساهمين ١٨٨٪ في إندونيسيا ، و ١١٨٪ في ماليزيا ، و ٣٥٥٪ في كوريا الجنوبية ، و ١٢٩٪ في

الفلبين ، و ٢٣٦٪ في تايلاند ، في حين تصل إلى ٨٦٪ في تاوان ، و ٢٠٦٪ في اليابان و ١٥٠٪ في الولايات المتحدة<sup>(٥)</sup> . والمعدلات السابقة هي متوسطات وبالتالي فهناك العديد من وحدات قطاع الأعمال التي تتخطى نسبة المديونية إلى حقوق الملكية أو حقوق المساهمين فيها هذا المستوى بكثير . وتشير دراسات أخرى عن كوريا الجنوبية أن نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في أكبر ٣٠ تشاي بول (وهي المجمعات الصناعية الكبيرة المملوكة لبعض العائلات) تصل في المتوسط إلى ٣٣٣٪<sup>(٦)</sup> ، في حين أن النسبة في الولايات المتحدة تصل إلى حوالي ١٠٠٪ في المتوسط ، أما السبعة تشاي بول الذين أعلنوا إفلاسهم في عام ١٩٩٧ فقد وصل متوسط نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين فيهم إلى ما يزيد على ٩٠٠٪ ، وبالنسبة لمجموعة جنري فقد وصلت النسبة إلى ٨٥٩٨٪ ، في حين بلغت النسبة لمجموعة سامي Sammi الصناعية إلى ٣٢٤٥٪<sup>(٧)</sup> . ولا شك في أن ذلك يعكس مدى فداحة هذه النسبة ومدى اعتماد وحدات قطاع الأعمال على الاقتراض ، ولا تقل وحدات قطاع الأعمال الكوري الأخرى عن هذا المستوى بكثير، فتصل النسبة إلى ٢٠٦٧٪ في مجمع هلا الصناعي ، ٧٧٨٪ في مجمع هنها ، و ٥٢٣٪ في KIA ، و ٤٣٩٪ في هوينداي ، بينما تصل النسبة إلى ٥٥٦٪ في مجمع هانجين ، وفي هذا الصدد نود أن نورد الملاحظات التالية :

أولاً : أن وحدات قطاع الأعمال التي تتسم بارتفاع نسبة الدين إلى حقوق المساهمين فيها تكون أكثر تعرضاً وتأثراً بالصدمات الخارجية التي يترتب عليها اختلال في التدفقات النقدية أو في عرض أو توفير الأموال (سواء عن طريق الائتمان المصرفي أم حقوق الملكية) ، فالمديونية تتطلب مستويات ثابتة ومنتظمة من مدفوعات السداد ، في حين تتطلب حقوق الملكية المشاركة في الأرباح . وكلما ارتفعت نسبة المديونية لحقوق المساهمين فإن أي صدمة انكماشية - في مثل هذا النظام المالي - من شأنها أن تؤدي إلى شح في السيولة وتوقف عن الوفاء بالالتزامات ومن ثم الإفلاس . ونقص الصدمة الانكماشية هنا الانخفاض الحاد والسريع في سعر الصرف ، الارتفاع الحاد في سعر الفائدة ، انهيار أسعار الأصول . . إلخ ، بمعنى أن تكون الصدمة ذات طبيعة منظومية . وللتأكد من هذه الأحكام فلنحاول المقارنة بين نظامين أحدهما يتسم بارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين والآخر يتسم بانخفاض هذه النسبة ، ففي النظام الثاني تستطيع

وحدات قطاع الأعمال تحمل ارتفاعًا حادًا في أسعار الفائدة الحقيقية ولمدة زمنية ممتدة . فالأرباح الإجمالية قبل استقطاع الضرائب والفوائد من المتوقع أن تظل عالية نسبيًا مقارنة بأعباء الفوائد بحيث يظل من الممكن القيام بسداد الدين من التدفقات النقدية .

ثانيا : لا شك في أن هذا المعدل المرتفع لنسبة الدين إلى حقوق المساهمين لوححدات قطاع الأعمال قد ساعد هذه الوحدات على تمويل معدلات مرتفعة للاستثمار، ما كان من الممكن القيام بها لو تم الاعتماد على التمويل من خلال الأرباح المحتجزة لهذه الوحدات أو من خلال التمويل عن طريق حقوق الملكية (الأسهم) . ولقد أدى ذلك إلى تحقيق معدلات عالية للاستثمار كانت هي المصدر الأساسي لمعدلات النمو المرتفعة التي حققتها هذه البلدان خلال العقدين الماضيين .

ثالثا : هذا النظام المالي القائم على ارتفاع مديونية قطاع الأعمال وتوفير هذه المديونية من خلال الوساطة المالية للجهاز المصرفي يحتاج إلى علاقات قوية بين مديري وحدات قطاع الأعمال والبنوك ، بل يتطلب هذه العلاقة القوية التنسيق ، كما يحتاج إلى تدخل حكومي قوي لتدعيم هذا التعاون والتنسيق بين هذين القطاعين لتحقيق أهداف قومية ، وهنا يظهر دور الدولة التنموية التي ظهرت بوضوح في آسيا - اليابان (عام ١٩٥٥-١٩٧٣) ، وكوريا (عام ١٩٦١ - ١٩٩٥) ، وتايوان (عام ١٩٥٥ - وحتى الآن) ، وتعتبر ماليزيا حالة وسط بين اليابان وكوريا ، وتقوم الدولة بتوجيه قوى السوق نحو تحقيق أهداف تنموية ، مثال على ذلك دعم قطاع الأعمال على حساب المدخرين من القطاع العائلي من خلال فرض سعر فائدة ميسر ، أو توجيه الائتمان المصرفي نحو بعض القطاعات التصديرية ، أو القطاعات التي ترى ضرورة استراتيجية لتوسعها . هذه العلاقة القوية والثقة المتبادلة بين قطاع الأعمال وقطاع البنوك قد أدت إلى تحول المديونية إلى ما يمكن تسميته بشبه حقوق الملكية ، كما نشأت علاقة مشورة متبادلة بين أقطاب هذا الثلاث وهي وحدات قطاع الأعمال ، والحكومة ، والبنوك ، ولعل ذلك هو ما أطلق عليه البعض «رأسمالية المحسوبية Rony Capitalism» وهو ما أسماه آلن جرينزبان - محافظ بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي - بأنه «نظام

ينطوي على توجيه حكومي للاستثمار يتم تمويله بصورة رئيسية من خلال البنوك من أجل تحقيق أهداف الدولة» وهو نظام لابد وأن ينتهي إلى الانهيار - كما يقول جرينزبان - لما يحتوي عليه من إفراط في الاستثمار وأخطاء في التقدير والحساب<sup>(٨)</sup>. ولا شك في أن أحد جوانب خطورة هذه العلاقة ثلاثية الأقطاب هو ما يمكن أن يترتب على توثيق هذه العلاقات من آثار سلبية على كفاءة عملية المنافسة .

رابعاً: أن النظام المالي المستند إلى تمويل قطاع الأعمال من خلال الائتمان المصرفي لا غبار عليه ، وقد عمل بنجاح خلال فترة ممتدة من الزمن حيث كان اعتماد البنوك في التمويل على الموارد المتوافرة من خلال ادخار القطاع العائلي . المشكلة بدأت تظهر في أوائل التسعينيات حينما بدأت هذه الدول في إصلاح أسواق المال ، حيث بدأ هذا النظام يواجه مخاطر عديدة . ولم يع البعض هذه الحقيقة إلا في وقت لاحق جداً وبعد أن كان الدمار قد وقع . ذلك أن الإصلاح الأساسي إنما تمثل في فتح أسواق المال الآسيوية إلى أسواق رأس المال العالمية ، وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات لدول الأزمة الآسيوية والانتقال إلى القابلية الكاملة للتحويل لحساب رأس المال دون أن يتم الإعداد لذلك . وهكذا أصبح من الممكن للبنوك الآسيوية الاقتراض من الخارج ، وبذلك أضيف إلى الموارد المتاحة للجهاز المصرفي من خلال ادخار القطاع العائلي القروض الأجنبية ، ولقد استحوذت البنوك الأجنبية على هذه الفرصة بكاملها . ولعل ذلك يدفعنا إلى دراسة التحرير المالي وتحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات .

#### (د) التحرير المالي :

يعتبر التحرير المالي شاملاً بصورة أساسية تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات أهم خطوة تم اتخاذها خلال الفترة من بداية التسعينيات وحتى منتصفها ، وهي أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة ويتحمل جبريته كل من حكومات هذه الدول من ناحية والمنظمات الدولية من ناحية أخرى . وفيما يلي تتابع خطوات تحرير النظام المالي والنتائج التي تترتب على ذلك .

اتخذت الحكومة التايلاندية بعد عام ١٩٨٧ خطوات مهمة لتحرير النظام المالي ،

فقد وضعت أمام عينيها العولة كهدف تصبو إليه ، كما أرادت أن تضيف مزيدا من المرونة إلى النظام المالي ، وذلك حتى تستطيع تايلاند التعايش مع البيئة العالمية المتغيرة . وفي عام ١٩٩٠ و كجزء من عملية التحرير أزالَت تايلاند القيود على حركة رأس المال وبالتالي تدفقت الأموال بحرية من تايلاند وإليها . وفي عام ١٩٩٣ (مارس) تم تأسيس ما يعرف باسم «التسهيلات الدولية المصرفية لبانكوك BIBF» <sup>(٩)</sup> ويسمح هذا النظام للبنوك التجارية و المحلية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج ، كما سمح لها بإقراض هذه الأموال في الداخل والخارج ، كما يمكن عن طريق هذا النظام أيضا لأي وحدة من وحدات قطاع الأعمال الاقتراض من الخارج مباشرة بالعملة الأجنبية . ولعل دور البنوك من الأهمية بمكان في هذا الصدد لأن المؤسسات المالية مطلوب منها ، بل هي ملتزمة بالتوقي أو التحوط لكل اقتراضها بالعملة الأجنبية ، أما المؤسسات غير المالية فغير ملزمة بذلك . وقد وفرت التسهيلات الائتمانية من خلال نظام بانجكوك للتسهيلات المصرفية الدولية BIBF من صفر عام ١٩٩٣ إلى ٣١، ٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، وهو ما يمثل حوالي نصف مديونية القطاع الخاص والبالغة ٦٣ بليون دولار أمريكي وهي توازي حوالي ١/٣ الناتج المحلي الإجمالي التايلاندي .

وتمتعت المعاملات من خلال نظام بانجكوك للتسهيلات الدولية بجاذبية شديدة لكل من المقرضين والمقرضين على السواء ، فالمقرضون كانوا قادرين على توفير قروض قصيرة المدى بالعملة الأجنبية في مقابل هامش يعلو على سعر الفائدة (ليبور) <sup>(١٠)</sup> ، أما المقرضون فكانوا قادرين على الحصول على أموال بسعر فائدة يقل ما بين ٤٪ إلى ٦٪ عن سعر الفائدة السائد محليا ، ولعل إيمانهم الذي لا يتزعزع في استمرار نظام سعر الصرف الثابت هو الذي أدى بهم إلى إهمال مخاطر سعر الصرف كلية . وقد ساعد هذا السيل المتدفق من الأموال من خلال نظام بانكوك للتسهيلات الدولية على تمويل برنامج ضخ من الاستثمارات ساهمت بالتالي في تحقيق معدلات النمو المرتفعة ، كما ساهمت في إذكاء موجة تضخم أسعار الأصول المالية والعقارية .

وقد بدأت عملية التحرير المالي في إندونيسيا منذ زمن طويل ، ففي عام ١٩٧٠ تم إلغاء القيود والرقابة على الصرف الأجنبي كما تم إلغاء نظام تعدد أسعار الصرف وأصبحت الروبية قابلة للتحويل ، ومنذ ذلك الوقت تبنت الدولة سياسة حرة ومفتوحة

للمصرف الأجنبي . ولقد تم إزالة القيود المباشرة والمتبقية على حرية تدفق رؤوس الأموال مع قرب نهاية الثمانينيات أي بعد عام ١٩٨٨ ، حيث تحرر حساب رأس المال بميزان المدفوعات . وفي عام ١٩٨٣ بدأت عملية إصلاح النظام المصرفي الإندونيسي ، وفي هذا العام أزيلت القيود التي يفرضها البنك المركزي الإندونيسي على سقف أسعار الفائدة وعلى عمليات الإقراض ، وخلق البنك المركزي إطارا مؤسسيا يمكنه من الرقابة بأسلوب غير مباشر ودون المساس بآليات السوق ، وذلك عن طريق خلق تسهيلات المقرض الأخير<sup>(١١)</sup> وإدخال عدد من أدوات الخصم الجديدة . وفي عام ١٩٨٦ و كجزء من عملية الإصلاح المالي سمح لوحدات قطاع الأعمال الإندونيسي بالاقتراض بالعملة الأجنبية سواء أكانت قروضا طويلة أم قصيرة الأجل ، وسواء على أساس التحوط والتوقي لهذه القروض أم لا ، كما كانت وحدات قطاع الأعمال حرة في الاستثمار في خارج إندونيسيا . وفي عام ١٩٨٨ تسارع إيقاع عملية تحرير وفك قيود الجهاز المصرفي ، فأزيلت الحواجز أمام تأسيس وتوسع البنوك الخاصة سواء أكانت محلية أم أجنبية مع تخفيض نسبة الاحتياطي وإزالة القيود أمام إنشاء المؤسسات المالية غير المصرفية . وقد ترتب على ذلك انفجار مصرفي حيث زاد عدد البنوك والمؤسسات المالية بمعدلات غير مسبوقة ، بحيث يمكن القول إنه مع منتصف التسعينيات كان لكل تجمع كبير من وحدات قطاع الأعمال مصرفها الخاص بها ، وترتب على ذلك تراجع دور البنوك التجارية المملوكة للدولة وتعاضل دور البنوك التجارية الخاصة سواء من حيث حجم الأصول أو من حيث حجم الودائع . وما يجب ذكره هنا أن البنوك كان لزاما عليها التحوط لقروضها بالعملة الأجنبية ، أما شركات الأموال فلم تكن ملزمة بذلك . وفي عام ١٩٨٨ حاولت الحكومة والبنك المركزي فرض العديد من المعايير والمتطلبات لضمان الالتزام بقواعد الحيطة والحذر في حساب المخاطر ، إلا أن ذلك لم يمنع من تدني نوعية أصول وحدات الجهاز المالي . وفي عام ١٩٩١ اتخذ عدد من الإجراءات من شأنها تحسين مستوى تقدير المخاطر واتباع الحيطة والحذر ، وكذلك معايير الرقابة المصرفية مع وضع برنامج زمني لتحسين القاعدة الرأسمالية . ويمكن القول باختصار إنه مع نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات كان المسرح المالي معدا للتدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخاصة من خلال وساطة الجهاز المصرفي أو المؤسسات المالية غير المصرفية .

وقد أسرعت الحكومة الكورية بإجراءات تحرير النظام المالي خاصة تحرير حساب

رأس المال لميزان المدفوعات وذلك مع مجيء كيم يونج - سام إلى السلطة عام ١٩٩٣ ، وقد قامت كوريا باتخاذ هذه الإجراءات لتحرير النظام المالي كأحد أهم متطلبات دخول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ، حيث أصبحت العضو رقم ٢٩ في أكتوبر عام ١٩٩٦ . ولم يكن ذلك هو السبب الوحيد لقيام الحكومة بعملية تحرير النظام المالي ، ذلك أن وحدات قطاع الأعمال الخاصة الكبيرة ومنها التجمعات الصناعية الضخمة المعروفة باسم «تشاي بول» قد حققت موقعا متميزا عالميا خاصة من جانب مؤسسات الجدارة الائتمانية الدولية بحيث أصبح في إمكانها الحصول على بعض احتياجاتها من الأموال من أسواق المال العالمية وبسهولة . وقد قامت الحكومة مع أوائل التسعينيات بتشجيع التجمعات الصناعية والشركات الكبيرة والبنوك بصورة خاصة على الاقتراض من الخارج . وكجزء من عملية تحرير القطاع المالي أعطت الحكومة رخصة تأسيس مصارف لحوالي ٩ بنوك استثمار في ١٩٩٤ ولخمسة عشر بنكا آخر في عام ١٩٩٦ بالإضافة إلى ٦ بنوك استثمار كانت قائمة قبل بدء عملية التحرير في ١٩٩٣ . ولقد ترتب على سلوك هذه البنوك الاستثمارية قليلة الخبرة النمو البالوني لديون كوريا الخارجية من ٤٤ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٣ إلى ١٢٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، وأغلبها ديون خاصة ، هذا بجانب أن المديونية قصيرة الأجل يصل نصيبها إلى ٧٠٪ من حجم هذه المديونية .

ولا شك في أن التصميم الخاص لبرنامج التحرير المالي شجع الاقتراض قصير الأجل من الخارج ، ذلك أن إجراءات تقديم واستيفاء القروض قصيرة الأجل أقل تعقيدا من عملية الاقتراض طويل الأجل . أضف إلى ذلك ، أن الحكومة صرحت للمؤسسات غير البنكية بالاقتراض من الخارج لحسابها الخاص وتحت مسؤوليتها ودون تنسيق مركزي . ويبلغ نصيب هذه المؤسسات غير البنكية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية . وبينما تقع مديونية هذه المؤسسات غير البنكية خارج إجراءات ورقابة البنك المركزي إلا أنها تشكل جزءا من خصومه (مطلوباته) بالنقد الأجنبي .

تمارس الحكومة الماليزية رقابة محدودة جدا على عمليات الصرف الأجنبي ، اللهم إلا فيما يتعلق بالدول محل المقاطعة كإسرائيل وصربيا ، عدا ذلك فإن كافة المدفوعات لغير المقيمين وتحويلات الأرباح والدخول مسموح بها تماما ، وكذلك الأمر فيما يتعلق

بالمدفوعات الرأسمالية (مثل شراء الأوراق المالية والعقار والقروض لغير المقيمين) . وفي عام ١٩٩٤ سمح للمقيمين بالاحتفاظ بنسبة من حصيلة صادراتهم بالعملية الأجنبية في حسابات في بعض البنوك بدلا من بيعها إلى البنك المركزي . وقد حاولت الحكومة الماليزية تحويل كوالالمبور إلى مركز مالي إقليمي فالتحذت في عام ١٩٩٥ عددا من الإجراءات من شأنها تحرير سوق رأس المال الماليزي ، منها تسهيل الاقتراض بضمان الأسهم وتخفيض معدل العمولة في سوق كوالالمبور للأسهم ، وفك القيود على مديري صناديق الاستثمار الأجنبية ، وبما فيها القيود المانعة لإدارتهم لصناديق محلية . وقد اعتمدت ماليزيا بصفة أساسية على الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، إلا أن مؤشرات نجاح الأداء الاقتصادي لماليزيا أدت إلى تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال الساخنة (قصيرة المدى - بهدف المضاربة) مما اضطر الحكومة الماليزية إلى فرض بعض القيود والعقوبات المتعلقة بحسابات الرينجيت لغير المقيمين ترتب عليها سحب هذه الأموال عام ١٩٩٤ بحيث أصبح صافي التدفق سالبا هذا العام ، إلا أنها عادت إلى الانسياب مرة أخرى عام ١٩٩٥ وعام ١٩٩٦ .

ويعتبر القطاع المصرفي الماليزي أكثر تطورا وتقدما من القطاعات الأخرى في الدول المجاورة خاصة دول الأزمة . وإذا كان القطاع المصرفي قد عانى من ظاهرة الديون المتعثرة أو المشكوك فيها فإن الجهاز المصرفي لم يجد أية صعوبة في مواجهتها ، وذلك قبل بداية الأزمة في ١٩٩٧ ، واستطاع القطاع المصرفي الماليزي أن يحافظ إلى حد كبير على الحد الأدنى المطلوب من القاعدة الرأسمالية طبقا لمعايير بازل .

واتخذت الفلبن خطوات مهمة نحو تحرير نظامها المالي . ففي عام ١٩٩١ صدر قانون الاستثمار الأجنبي الذي سمح للملكية الأجنبية أن تصل إلى ١٠٠٪ من رأس المال ما عدا عددا محددا من القطاعات التي تقتصر فيها الملكية على (٢٥٪ - ٤٠٪) أو يحرم على الاستثمار الأجنبي الدخول فيها . وفي أغسطس عام ١٩٩٢ رفعت الرقابة وكافة القيود عن المعاملات بالنقد الأجنبي سواء ما تعلق منها بالصادرات والواردات (الحساب الجاري) ، والاحتفاظ بالدولارات أو التحويلات وبيع الذهب إلى الخارج . واختفت منذ ذلك التاريخ كافة القيود والموانع على دخول أو خروج النقد الأجنبي ، وسمح للمواطنين بالاحتفاظ بودائع بالنقد الأجنبي في الخارج ، واحتفاظ المصدرين

بحصيلة صادراتهم من العملة الأجنبية بالكامل (١٠٠٪). وفي عام ١٩٩٤ (إبريل) أزيلت القيود أمام البنوك الأجنبية وفروعها بعد أن استمرت حوالي ٤٤ عاما . وفي عام ١٩٩٤ بلغ عدد البنوك التي تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي - الذي أنشئ عام ١٩٧٦ حوالي ١٧ مصرفا (وهي التي تعمل بنظام الأوف شور) ، بالإضافة إلى بنكين أجنيين و ٢٢ بنكاً محلياً تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي ومن أجل الإقراض المحلي في الوقت ذاته . وفي عام ١٩٩٥ منحت عشرة مصارف أجنبية رخصة دخول السوق المحلية .

ويعتبر النظام المصرفي الفلسطيني أكثر القطاعات المصرفية تحلفا في مجموعة دول الأزمة سواء باستخدام نسبة أصول الجهاز المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي أو نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي . وتحاول الحكومة جاهدة تحسين أدائه ، وفي يونيو ١٩٩٧ بلغت نسبة القروض غير المنتظمة ٤ ، ٣٪ من أصول النظام المصرفي ، ارتفعت إلى نسبة ٧ ، ٤٪ في ديسمبر ١٩٩٧ ثم إلى ٤ ، ٧٪ في مارس ١٩٩٨ . وخلال عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ تم تحرير الجهاز المصرفي وفك العديد من القيود والإجراءات على نشاطه ومنها تحديد سعر الفائدة وإرخاء القيود على الإقراض . وقد تم دمج كل من سوق مانيلا وسوق مأكافي للأسهم في سوق موحدة للأسهم هي سوق الفلبين للأسهم وذلك في مارس ١٩٩٣ ، وقد تم تحرير هذه السوق من العديد من القيود والإجراءات وساعد على نموها برنامج الخصخصة الكبير الذي بدأ منذ عام ١٩٨٩ وتسارع إيقاعه منذ عام ١٩٩٢ . ومنذ عام ١٩٩٣ بدأ تدفق رؤوس الأموال إلى الفلبين بقصد الاستثمار في سوق الأسهم .

يمثل ما سبق استعراضاً سريعاً للإجراءات التي اتخذت لتحرير النظام المالي ومؤسساته بما فيها حساب رأس المال لميزان المدفوعات الذي من شأنه تمهيد الطريق لتدفق رؤوس الأموال الخاصة .

#### ( هـ ) الإفراط في الإقراض والاقتراض :

أشرنا في الفصل السابق عند الحديث عن عجز ميزان المدفوعات في دول الأزمة الآسيوية إلى أن حجم التدفقات الخاصة قد تصاعدت وبحدة في أعقاب إجراءات تحرير النظام المالي في هذه الدول ، فتشير بيانات معهد التمويل الدولي إلى زيادة

التدفقات الخاصة من ٤, ٨٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ إلى ٣, ١٠٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، ثم انخفض انخفاضاً حاداً في ١٩٩٧ إلى الصفر تقريباً ، ثم تحولت إلى صافي تدفق نحو الخارج قدره (-٦, ٢٧ بليون دولار أمريكي) عام ١٩٩٨ . ويشير ذات المصدر إلى أن التدفقات للاستثمار في محافظ الأسهم قد قفزت من ١١ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ إلى ٩, ١٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ ، ثم تغير اتجاه تدفق هذا الشكل من أشكال الاستثمارات بحيث أصبح صافي هذا التدفق سالباً عام ١٩٩٧ حيث بلغ (-٥, ١ بليون دولار أمريكي)<sup>(١٢)</sup> . ومن هذه التدفقات الخاصة ، بلغت التدفقات من البنوك التجارية ٥٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٥ ثم قفزت إلى ٧, ٦٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ثم تغير اتجاه التدفق كلية نحو الخارج بحيث أصبح صافي هذه التدفقات عام ١٩٩٧ (-٢, ٢١ بليون دولار أمريكي)<sup>(١٣)</sup> .

وتشير بيانات صندوق النقد الدولي إلى أن المتوسط السنوي لصافي التدفقات الرأسمالية الأجنبية الخاصة إلى إندونيسيا بلغ نسبة ١, ١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٢ ، ثم قفز هذا المتوسط إلى ٦, ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الثانية ١٩٨٣ - ١٩٩١ ، بينما ارتفع إلى ٨, ٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٦<sup>(١٤)</sup> أما صافي الالتزامات الخارجية قصيرة المدى لإندونيسيا فقد بلغت ٤, ١٪ سنوياً من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ - ١٩٩١ ثم قفزت إلى ٤, ٢٪ سنوياً من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢ - ١٩٩٦ . أما صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة لكوريا فقد ارتفعت من متوسط سنوي بلغ (-٤, ١٪) من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ - ١٩٩١ ، إلى متوسط سنوي بلغت نسبته ٢, ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي . أما صافي الالتزامات الخاصة قصيرة المدى لكوريا الجنوبية فقد تصاعدت من متوسط سنوي بلغ ٦, ٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣ - ١٩٩١ إلى متوسط سنوي بلغ ٧, ٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٦ .

أما ماليزيا فقد بلغ المتوسط السنوي لصافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة فيها نسبة ١, ٤٪ من الناتج خلال الفترة ١٩٨٣ - ١٩٩١ ، ثم ارتفعت إلى ٥, ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي سنوياً خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٦ ، والنسبة الكبرى من هذه التدفقات قد أخذت شكل الاستثمارات المباشرة (٥, ٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي

سنويا خلال الفترة ١٩٩٢-١٩٩٦). أما صافي الالتزامات الخاصة قصيرة المدى فقد بلغت سنويا في المتوسط ٥,٠ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣-١٩٩١ ، في حين ارتفعت إلى متوسط سنوي نسبته ٥,٣ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢-١٩٩٦ . وقد ارتفع صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة لتايلاند من متوسط سنوي بلغ ٥,٧ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣-١٩٩١ . إلى متوسط سنوي نسبته ٨,٨ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢-١٩٩٦ . كذلك ارتفع صافي الالتزامات قصيرة المدى من متوسط سنوي نسبته ٨,٢ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٨٣-١٩٩٦ . إلى متوسط سنوي نسبته ٧,٤ ٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة التالية ١٩٩٢-١٩٩٦ .

وواضح من أرقام و بيانات صندوق النقد الدولي أنه في جميع دول الأزمة ارتفع تدفق رؤوس الأموال الخاصة خلال التسعينيات مقارنة بالثمانينيات ، ولو أمكن تجزئة بيانات التسعينيات إلى ما قبل وما بعد عام ١٩٩٣ لاتضح أيضا الفروق الضخمة بين معدلات التدفق السنوي . كذلك الأمر بالنسبة لصافي الالتزامات قصيرة المدى ، فقد ارتفع فيها جميعا وبشكل متسق من سنة إلى أخرى هذا الشكل من أشكال التدفق (نسبة صافي الالتزامات قصيرة الأجل تدخل ضمن النسب الخاصة بتدفقات صافي الاستثمارات الأخرى) .

ويهمنا هنا ولأغراض التحليل تدفقات الإقراض المصرفي الدولي وهيكل آجال استحقاقه والمؤسسات التي انساب من خلالها . وتشير بيانات بنك التسويات الدولية<sup>(١٥)</sup> إلى أن المتوسط السنوي للإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيوية الخمس خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ قد بلغ ٢٨ بليون دولار أمريكي ، في حين أن المتوسط السنوي للإقراض المصرفي الدولي لدول آسيا كلها قد بلغ خلال ذات الفترة ٣٧ بليون دولار أمريكي ، أي أن نصيب دول الأزمة الخمس قد بلغ ٧,٧٥ ٪ من هذا الانسياب . وقد قفز حجم الإقراض المصرفي إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس عام ١٩٩٦ إلى ٥٨ بليون دولار أمريكي ، وهو ما يمثل زيادة نسبتها ١٠٧ ٪ عن المتوسط السائد خلال الخمس سنوات السابقة ١٩٩٠-١٩٩٥ ، وقد بلغ حجم الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة خلال النصف الأول من عام ١٩٩٧ : ٤٩ بليون دولار

أمريكي ، في حين أصبح هذا التدفق سالبا في كل من الربعين الثالث والرابع لعام ١٩٩٧ ، حيث بلغ في الربع الثالث (-٣٩ بليون دولار أمريكي) ، وفي الربع الرابع (-٩٦ بليون دولار أمريكي) . ويشير ذلك ويؤكد حجم فيضان انسحاب هذه الأموال إلى الخارج والتغير المفاجئ في اتجاه انسيابها وذلك إما نتيجة لاستدعاء هذه القروض أو عدم مد آجالها أو رفض تجديدها عند حلول مواعيد استحقاقها . وقد استمر هذا التدفق السالب (الخروج) طوال عام ١٩٩٨ حيث بلغ في النصف الأول (-٩٦ بليون دولار أمريكي) ، بينما بلغ في الربعين الثالث والرابع من عام ١٩٩٨ (٥٩ بليون دولار أمريكي و -٤٣ بليون دولار أمريكي) على التوالي .

ويوضح الجدول رقم (١) في الملحق الإحصائي لهذا الفصل تطور الإقراض المصرفي الدولي إلى الدول الآسيوية الخمس وآجال استحقاق هذا الإقراض والمؤسسات المقترضة أو التي انسابت من خلالها هذه القروض . فيؤكد الانطلاق في حجم الإقراض المصرفي فيما بعد ١٩٩٤ ، ففي حال تايلاند قفز حجم الإقراض المصرفي الدولي فيما بين ١٩٩٤ و ١٩٩٦ بنسبة ٥٩٪ ، وفي إندونيسيا قفز حجم الإقراض المصرفي الدولي بنسبة ٦٥٪ فيما بين ١٩٩٤ و ١٩٩٧ ، في حين بلغت الزيادة بين ١٩٩٤ و ١٩٩٦ في كوريا الجنوبية نسبة ٧٦٪ ، بينما حققت الزيادة في الإقراض المصرفي الدولي في ماليزيا خلال الفترة ١٩٩٤ - ١٩٩٧ نسبة ١٠٠٪ . وحقيقة الأمر أنه لا تتوافر بيانات عن حجم تدفقات الإقراض المصرفي لكل دولة على حدة من دول الأزمة قبل عام ١٩٩٢ حيث تستطيع إذا توافرت هذه البيانات تأكيد حجم القفزة في هذه التدفقات بعد هذا التاريخ . وكما أشرنا سابقا فإن البيانات المتاحة طبقا لتقرير بنك التسويات الدولية لعام ١٩٩٩ تتعلق بمجموع الدول الآسيوية الخمس فقط .

ويوضح الجدول أيضا الأهمية النسبية القصوى التي يمثلها الإقراض قصير الأجل (سنة فأقل) طوال الفترة محل الدراسة ، بل اتجاهها نحو الزيادة حتى وصولها إلى الذروة تقريبا في عام ١٩٩٧ ، فباستثناء الفلبين وماليزيا حيث تصل نسبة القروض قصيرة الأجل حوالي ٥٠٪ ، تتخطى هذه النسبة ٦٥٪ في أغلب بلدان الأزمة وفي أغلب السنوات محل الدراسة . وهذه الأهمية النسبية الكبيرة التي يمثلها الإقراض قصير الأجل إنما تعود إلى توسع عمليات تحرير النظم المالية في هذه البلدان التي بدأت مع

السنوات الأولى من التسعينيات . ولا شك أن ضيق أسواق حقوق الملكية (الأسهم) والأدوات المالية ذات الدخل الثابت في هذه البلاد أدى إلى زيادة أهمية الجهاز المصرفي في توفير فرص عديدة للوساطة المالية الأجنبية .

وباستثناء كوريا الجنوبية ، التي انسابت إليها هذه الأموال من خلال المؤسسات المالية المصرفية (البنوك) حيث بلغ جملة ما تدفق إلى هذه البنوك خلال الفترة محل الدراسة ١٩٩٤-١٩٩٨ ما يزيد على ٦٥٪ من حجم الإقراض المصرفي الدولي خلال الفترة ١٩٩٤-١٩٩٦ ثم بدأ في الانخفاض إلى ما يقرب من ٥٦٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨ . وتشير بيانات الجدول رقم (١) إلى ارتفاع نصيب المؤسسات غير المصرفية الخاصة سواء أكانت مالية أم غير مالية في حجم الإقراض المصرفي الدولي وتزايد هذا النصيب بمرور الوقت ، ففي تايلاند بلغ نصيب غير البنوك حوالي ٦٤٪ ، ٨٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٤-١٩٩٨ ، وكذلك الحال بالنسبة لإندونيسيا وماليزيا حيث يتخطى نصيب غير البنوك نسبة ٦٠٪ ، وهذه النسبة وإن انخفضت في الدول الأخرى نسبياً إلا أنها كانت في تزايد مستمر . هذا التغير الهيكلي في نمط التمويل من خطوط الائتمان المتبادلة بين البنوك (Interbank Lines) تجاه الإقراض المباشر إلى الوحدات غير المصرفية الخاصة إنما يعود إلى تقييد الائتمان المحلي بواسطة السلطات النقدية المحلية والشروط التي وضعتها . وعلى الرغم من ازدياد نصيب المؤسسات غير المصرفية الخاصة في إجمالي القروض المصرفية الدولية التي انسابت إلى دول الأزمة الآسيوية ، إلا أن الجدول رقم (١) يوضح أيضاً أن التزامات البنوك في دول الأزمة الآسيوية الخمس بالعملة الأجنبية قد زاد زيادة كبيرة حيث قفز من ٦٤,٥ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٤ إلى ١١٥,٣ بليون دولار أمريكي في نهاية عام ١٩٩٦ ، وهي زيادة نسبتها ٨,٧٨٪ ، أضف إلى ذلك أن النسبة الكبرى من هذه القروض كانت قصيرة الأجل (سنة فأقل) . هذه حقائق يجب أخذها في الاعتبار عند تقييم وتحليل آليات الأزمة .

وبين الجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي توزيع الإقراض المصرفي للدولة حسب جنسية البنك المقرض وحسب جنسية دولة المؤسسات المقرضة وذلك في نهاية عام ١٩٩٦ وهي السنة السابقة على الأزمة . وبين الجدول أن الإقراض المصرفي الدولي

للدول الآسيوية يمثل في نهاية عام ١٩٩٦ حوالي ٣٧,٩ ٪ ، بمعنى آخر: إن انكشاف البنوك العالمية للدول الآسيوية يمثل ٣٧,٩ ٪ من انكشافها العالمي . ويوضح الجدول أن الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيوية الخمس يمثل نسبة ٦٧,٥ ٪ من الإقراض المصرفي الدولي لدول آسيا مجتمعة ، كما يمثل نسبة ٢٥ ٪ من الإقراض المصرفي العالمي . وقد لعبت البنوك اليابانية الدور الرئيسي سواء بالنسبة للإقراض المصرفي للدول الآسيوية أم الإقراض المصرفي لدول الأزمة الآسيوية الخمس . فبالنسبة للإقراض المصرفي الدولي للدول الآسيوية يمثل إقراض البنوك اليابانية نسبة ٣٢,٣ ٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول آسيا ، يلي ذلك البنوك الألمانية حيث بلغت نسبتها ١١,٤ ٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول آسيا ، وجاءت البنوك الفرنسية والبنوك الأمريكية في المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي حيث بلغت نسبتها ١٠,٣ ٪ و ٩,٣ ٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول آسيا على التوالي .

ويهمنا في هذا الصدد الإقراض المصرفي العالمي لدول الأزمة الآسيوية الخمس ، وكما يوضح الجدول رقم (٢) من الملحق الإحصائي لهذا الفصل تحتل البنوك اليابانية مركز الصدارة في هذا الإقراض حيث بلغ نصيبها ٣٧,٨ ٪ من الإقراض المصرفي العالمي لدول الأزمة ، وتحتل البنوك الألمانية المرتبة الثانية حيث تسيطر على ١١,٣ ٪ من الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيوية الخمس ، يليها في المرتبة بنوك الولايات الأمريكية حيث يبلغ نصيبها حوالي ١٠,٥ ٪ ، بينما يبلغ نصيب البنوك الفرنسية والإنجليزية نسبة ٩,١ ٪ و ٦,١ ٪ على التوالي من الإقراض المصرفي العالمي لدول الأزمة الآسيوية الخمس . وتجدر الإشارة هنا إلى أن نصيب الدول الأوربية الثلاث (إنجلترا وفرنسا وألمانيا) مجتمعة يبلغ ٢٦,٥ ٪ من جملة الإقراض المصرفي الدولي لدول الأزمة الآسيوية ، أما إذا أضفنا بقية الدول الأوربية فإن نصيب البنوك الأوربية يقفز إلى ٣٦,٤ ٪.

هذا التوسع في الإقراض المصرفي الدولي إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس يمكن إرجاعه إلى عدد من العوامل سبقت الإشارة إلى بعضها وهي :

- ١ - وجود سيولة عالمية فائضة - نظرا لتراجع حركة النشاط الاقتصادي خاصة في أوروبا واليابان - تبحث عن توظيف واستخدام . ولقد ساعد الأداء الناجح للاقتصاديات الناشئة الآسيوية وارتفاع ترتيب جدارتها الائتمانية حسب ترتيب مؤسسات تقدير

الجدارة الائتمانية العالمية جعلها مركزا جاذبا للاستثمار ، أضف إلى هذا وجود هامش لا بأس به فوق سعر الفائدة العالمي (ليبور) يمثل دخلا لهذه البنوك العالمية دون الدخول في مخاطر كبيرة . وقد ساعد على تدفق هذه القروض من خلال المصارف المحلية أو المؤسسات المالية غير المصرفية وجود قناعة ضمنية لدى المؤسسات الدولية بوجود التزام من جانب الحكومات والسلطات النقدية المحلية بالتدخل لإنقاذ المؤسسات المالية المصرفية وغيرها في حالة فشلها . وكان الإقراض قصير الأجل (سنة فأقل) وهو الذي يحتل النصيب الأكبر من الإقراض المصرفي الدولي (حوالي ٧٠٪) ، هو النمط الذي فضلته البنوك الدولية نظرا لتلائمه مع طبيعة أصول هذه البنوك كما أنها أكثر اتساقا مع آجال استحقاق أموالها (ودائعها) وبالتالي لا تثير مشكلة عدم التوافق أو عدم الاتساق بين آجال استحقاق أصول وخصوم البنوك الدولية وهي المشكلة المعروفة باسم (Mismatching).

٢ - لعبت البنوك اليابانية دورا مهما في تضخم عمليات الإقراض المصرفي لهذه البلدان حيث تحتل البنوك اليابانية النسبة الكبرى من هذا الإقراض . فقد ترتب على انفجار بالون أسعار الأصول (المالية والعقارية) وانحيار سوق الأصول بالتبعية في أوائل سنوات التسعينيات في اليابان و دخول اليابان في دورة انكماشية طويلة إن وجدت البنوك اليابانية نفسها محملة بأعباء أصول غير منتظمة (ديون مشكوك فيها) . وتحاول دائما البنوك التي تتدنى مستوى ملاءمتها القيام بمخاطر كبيرة غير محسوبة إلا إذا أعادت تكوين قاعدتها الرأسمالية ، أو اندمجت مع بنوك أخرى ، أو أشهرت إفلاسها . وبدلا من اللجوء إلى أحد هذه البدائل ساعدت الحكومة اليابانية البنوك على شطب هذه الديون تدريجيا مع منحها فرصة لتحقيق الأرباح من خلال معدل منخفض للفائدة والهروب من الضرائب في حالة إعلان عن الخسائر . وقد تزامن مع ذلك زيادة الادخار في اليابان واختلال العلاقة بين الادخار والاستثمار لصالح الأولى نظرا لتراجع حجم ومعدل نمو النشاط الاقتصادي . وقد استقرت هذه المدخرات في بيتها الطبيعي وهي البنوك . ولا يمكن في ظل هذه الأوضاع أن تقف البنوك مكتوفة الأيدي ، إذ عليها أن تقرض ، فلا يمكن أن تبقى مواردها دون استخدام ، ومن هنا حاولت البنوك اليابانية البحث عن مجالات جديدة ذات عائد ومخاطر مرتفعة وذلك من خلال الإقراض الدولي خاصة لدول

جنوب شرق آسيا . أضف إلى ذلك ارتفاع سعر صرف الين أمام الدولار خلال عام ١٩٩٤ - ٩٩٥ مما أدى إلى انخفاض سعر صرف العملات الآسيوية أمام الين نظرا لارتباطها بالدولار ، وهو ما دفع برأس المال الياباني بالاتجاه نحو مواقع ذات مقدرة تنافسية أكبر في آسيا . ويمكن القول إن هذا الاتجاه قد بدأ منذ النصف الثاني من الثمانينيات مع اتجاه سعر صرف الدولار نحو الهبوط وارتفاع سعر صرف الين الياباني . وهكذا وجدت البنوك والمؤسسات الإنتاجية اليابانية نفسها قادرة على الاقتراض من السوق المحلي والسوق الدولي بتكلفة منخفضة (بسرعة فائدة منخفضة) ، وبدأت هذه البنوك في إقراض بنوك ومؤسسات دول جنوب شرق آسيا قروضا قصيرة الأجل بسعر فائدة مرتفع نسبيا ، وذلك على افتراض بقاء سعر صرف العملة المحلية ثابتا ومرتبطا بالدولار ، وهكذا حققت البنوك اليابانية مكسبا متمثلا في فروق أسعار الفائدة من ناحية وفي العملة من ناحية أخرى حينما انخفض سعر صرف الين أمام الدولار الأمريكي بعد عام ١٩٩٥ . وهناك سبب آخر دفع البنوك اليابانية إلى هذا الإقراض المكثف إلى دول جنوب شرق آسيا وهو الرغبة في تحسين نوعية الأصول لدى المصارف اليابانية نتيجة لازدحام محافظها الائتمانية بكم متزايد من الأصول غير المنتظمة .

٣ - كذلك اتجهت البنوك الأوروبية نحو الإقراض بكثافة إلى دول جنوب شرق آسيا خاصة بعد الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤ - ١٩٩٥ . وقد وصل نصيب إقراض البنوك الأوروبية حوالي ٣٦,٤ ٪ من إقراض البنوك العالمية إلى تلك المجموعة من الدول ، كما أشرنا سابقا .

٤ - بعد تحرير النظام المالي في دول جنوب شرق آسيا وكوريا وبها يتضمنه ذلك من تحرير لحساب رأس المال أصبح في إمكان وحدات قطاع الأعمال سواء أكانت صناعية أم تجارية الاقتراض بالعملة الأجنبية من البنوك الدولية مباشرة . وقد شجعها على ذلك الفروق الكبيرة بين سعر فائدة الاقتراض بالعملة الأجنبية ، وسعر الفائدة السائد محليا . ولعل أحد العوامل المهمة والمساعدة على تشجيع الإقراض بالعملة الأجنبية هو افتراض غياب مخاطر أسعار الصرف نظرا للقناعة الضمنية باستمرار نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار . وتجدر الإشارة هنا إلى أن توافر القدرة

وبسهولة لدى وحدات قطاع الأعمال بهذه الدول على الاقتراض من الخارج (وبالعملة الأجنبية) وبسعر فائدة يقل كثيرا عن سعر ندرة رأس المال محليا قد ساعد على الإسراف في استخدام رأس المال ، وعلى اختيار المشروعات كثيفة رأس المال ، وعلى جدوى مشروعات استثمارية ما كان يمكن تحقيق جدواها استنادا إلى أسعار رأس المال المحلية . ولعل ذلك أحد العوامل المهمة التي ساعدت على الإفراط في الاستثمار وظهور الطاقات العاطلة ومن ثم تراجع العائد على رأس المال في العديد من القطاعات والمشروعات .

ولا يمكن أن تكتمل الصورة دون أن نعرج في هذا المقام على توسع الائتمان المصرفي كإحدى السمات المميزة لنشاط الجهاز المصرفي والمالي قبل انفجار الأزمة ، وفي هذا الصدد يجري العرف على الاستناد إلى مؤشرين مهمين ألا وهما الائتمان المصرفي المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ومعدل النمو السنوي للائتمان المحلي . ويوضح الجدول رقم (٣) ورقم (٤) هذين المؤشرين . ويؤكد الجدول الثالث أنه في جميع دول الأزمة الخمس بلا استثناء كانت نسبة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي في زيادة مستمرة وهي زيادة لا تأخذ الشكل المتدرج ولكنها تأخذ شكل الطفرات ، وذلك على عكس هذا المؤشر في الولايات المتحدة منذ بداية الثمانينيات - قبل ذلك - وحتى منتصف التسعينيات ، إذ يكاد يكون التحرك في هذا المؤشر هامشيا ومحدودا . و تتخطى نسبة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض هذه الدول - ماليزيا و تايلاند - نسبة الولايات المتحدة الأمريكية . ويشير الجدول رقم (٤) إلى تزايد معدل الزيادة (النمو) السنوي للإقراض للقطاع الخاص ، أي المطالب على القطاع الخاص ، وهي معدلات مرتفعة للغاية وتتخطى مستوى ٢٠٪ ، و ٣٠٪ وفي بعض الأحيان ٤٠٪ في بعض السنوات وفي بعض البلاد الآسيوية . وتشير العديد من الدراسات حول تاريخ أزمات الصرف الأجنبي من ناحية وأزمات المصارف من ناحية أخرى إلى أن هذه الأزمات تكون في العادة ودائما مسبقة بتوسع كبير وغير مبرر في الائتمان المصرفي للقطاع الخاص<sup>(١٦)</sup> . ويرى الكثيرون أن هذا المؤشر (معدل نمو الإقراض للقطاع الخاص) هو من أهم المؤشرات الدالة على هشاشة النظام المصرفي وضعفه الهيكلي خاصة إذا كان المؤشر يقيس معدل نمو نسبة الإقراض إلى الناتج المحلي الإجمالي . ذلك أنه في ظل هذا التوسع السريع في الإقراض لا بد وأن تتدهور نوعية القروض المصرفية بشكل واضح بحيث

يتحول جزء كبير منها إلى ديون غير منتظمة أو مشكوك فيها . هذا التوسع في إقراض القطاع الخاص لم يكن فقط راجعا إلى سهولة الاقتراض من الخارج بسعر فائدة منخفض (في حالة البنوك والمؤسسات المالية) والإقراض في الداخل بسعر فائدة مرتفع ، بل دفع إليه أيضا وجود هامش لا بأس به بين تكلفة الأموال المحلية (الفائدة على الودائع وصناديق التوفير والادخار) فائدة الإقراض المحلي ، ففي تايلاند عام ١٩٩٦ مثلا بلغت الفائدة على الودائع لأجل لمدة سنة ٨٪ في حين كانت ٥٪ على حسابات الادخار بينما بلغ الحد الأدنى لفائدة الإقراض ٢٥ ، ١٣٪ ، وكذلك الحد الأدنى لفائدة السحب على المكشوف ٢٥ ، ١٣٪ . ومن ناحية أخرى ساعد على هذا التوسع في الإقراض التراخي في الالتزام بجدوى المشروع أو مراعاة الحصة أو اتباع قواعد الحيلة والحذر في تقدير المخاطر . من ناحية أخرى لعبت الحكومة دورا مهما في هذا الصدد حيث شجعت البنوك ودفعتها بالخوافز تارة وبالضغوط تارة أخرى نحو الإقراض لقطاعات محددة ترغب في تحقيق التوسع فيها . هذا النظام القائم على الاستثمار الموجه من جانب الحكومة بطريق غير مباشر يستند كما سبق لنا القول على الثالوث الأساسي وهو البنوك والحكومة ووحدات قطاع الأعمال ، هذا النظام القائم على التشابك المتبادل بين هذه الأطراف الثلاثة أصبح يعرف الآن باسم الرأسمالية الآسيوية أو رأسمالية المحسوبية "Crony Capitalism" ، ولا شك في أن مصلحة كل طرف من هذه الأطراف في التوسع في الائتمان<sup>(١٧)</sup> واضحة والعائد من هذا التوسع ظاهر لكل طرف من أطراف هذا الثالوث . فالحكومة رغبة منها في استمرار تحقيق معدلات مرتفعة للنمو (لأسباب سياسية واقتصادية داخلية وخارجية) عليها أن تدفع وتضغط من أجل استمرار معدلات الاستثمار عند مستويات مرتفعة ، هذا بجانب تحقيق أهدافها الاستراتيجية التي ترمي إلى توسع قطاعات أو أنشطة معينة . من ناحية أخرى فإن الدخول في مجال التصدير بهدف السيطرة على حصة من السوق العالمي يستدعي أحجاما ضخمة من الاستثمارات يصعب تمويلها ذاتيا من قطاع الأعمال . والبنوك من ناحية أخرى تحقق أهدافها بفتح مجالات لتوظيف أموالها وتحقيق مستويات الأرباح التي تشدها وهي على يقين أن الحكومة سوف تتدخل في الوقت اللازم للإنقاذ عند حدوث الأزمة - وهو أمر ستعود إليه فيما بعد . وقطاع الأعمال من جهة يحقق هو الآخر أهدافه بتوفير الأموال اللازمة لبناء وتوسع طاقاته الإنتاجية وهو لا يرى مشكلة في استخدام هذه الطاقات طالما استمرت معدلات النمو المرتفعة للطلب المحلي في التحقق .

وكانت خلاصة عمليات الاقتراض السابقة من الداخل والخارج هي ذلك الهيكل من المديونية لوحداث قطاع الأعمال الذي يشير إليه الجدول رقم (٥) بالملحق الإحصائي . ففي إندونيسيا تبلغ المديونية قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ٢٠,٥ ٪ من إجمالي مديونية الشركات عام ١٩٩٦ في حين تبلغ المديونية قصيرة المدى بالعملة المحلية ٣١,٤ ٪ من إجمالي مديونية الشركات . أما المديونية طويلة المدى بالعملة الأجنبية فقد بلغت ١٩,٦ ٪ من إجمالي المديونية ، في حين أن مثلتها بالعملة المحلية قد بلغت ٢٨,٥ ٪ من إجمالي مديونية الشركات . أما في تايلاند وكوريا فقد بلغت المديونية قصيرة المدى بالعملة الأجنبية لشركات قطاع الأعمال الخاص ٢٩,٦ ٪ و ٢٩,٤ ٪ على التوالي في حين تبلغ مديونية هذه الشركات بالعملة المحلية ٣٢ ٪ و ٢٧,٧ ٪ على التوالي من إجمالي مديونية هذه الشركات . وتبلغ المديونية طويلة المدى بالعملة الأجنبية ١٢ ٪ من إجمالي مديونية الشركات في تايلاند عام ١٩٩٦ ، في حين تصل هذه النسبة إلى ١٧ ٪ في حالة كوريا . أما المديونية طويلة المدى بالعملة المحلية فقد بلغت ٢٦,١ ٪ و ٢٥,٨ ٪ في كل من تايلاند وكوريا على التوالي من إجمالي مديونية هذه الشركات عام ١٩٩٦ .

#### ( و ) النتائج المترتبة على الإفراط في الاقتراض :

ترتب على التوسع في الاقتراض للقطاع الخاص من جانب المؤسسات المصرفية والمؤسسات المالية غير المصرفية ، بجانب توسع اقتراض وحدات قطاع الأعمال من الخارج مباشرة الإفراط في الاستثمار وظهور الطاقات العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار في العديد من القطاعات ، كما تسبب ذلك في تضخم أسعار الأصول خاصة الأصول العقارية مما أدى في النهاية إلى انفجار بالون أسعار هذه الأصول وانهارها ، وقد انعكس ذلك كله سلباً على الجهاز المصرفي في شكل زيادة الأصول غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للمؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية وهو ما يعكس تدني إدارة المخاطر وحسابها في هذه المؤسسات بجانب التراخي في الحفاظ على الحد الأدنى المطلوب من مؤشرات سلامة الجهاز المصرفي كالقاعدة الرأسمالية ونسب السيولة . . إلخ ، وسوف نتناول هذه القضايا الواحدة تلو الأخر تحت عنوانين أساسيين الأول : الطاقة العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار ، والثاني : مظاهر الضعف الهيكلية في إدارة الجهاز المالي (المصرفي وغير المصرفي) .

## ( و - ١ ) الطاقة العاطلة وتراجع العائد على الاستثمار :

أدت سهولة الحصول على الائتمان سواء في الداخل أو من الخارج إلى ظاهرة الإفراط في الاستثمار . ولقد تعرضنا إلى هذه الظاهرة سابقا عند مناقشة عجز ميزان المدفوعات ، باعتبار أن الاختلال بين الادخار والاستثمار هو الوجه الآخر لعجز ميزان المدفوعات الجاري ، وقد رأينا أنه على الرغم من معدلات الادخار العالية التي اتسمت بها دول الأزمة الآسيوية فإن معدلات الاستثمار التي حققتها هذه المجموعة من الدول فاقت بكثير هذه المعدلات المرتفعة للادخار . وهكذا ترتب على سهولة الحصول على الائتمان توسع كبير في الاستثمار ، وقد حدث هذا التوسع في قطاعات وصلت إلى حد التشبع مما ترتب عليه تراجع العائد على الاستثمار فيها . وقد أدت سهولة الحصول على الائتمان المحلي والأجنبي بالعديد من التجمعات الصناعية الكبيرة في كوريا والمعروفة باسم «تشاي بول» إلى التوسع في الاستثمار وبمعدلات غير مسبقة ، لقد كان أحد الأهداف الرئيسية للتشاي بول - وكان في ذلك مدعوما من الحكومة - هو التوسع في الاستثمار بهدف السيطرة على النصيب الأكبر من السوق دون اعتبار للربحية ، إذ كان النمو والسيطرة على السوق هو الهدف وليس العائد والربحية . كذلك في بعض الأحيان تم التوسع في الاستثمار وفي أنشطة تخرج عن نطاق التخصص الأساسي أو الرئيسي للتشاي بول مما أدى بهذه التجمعات إلى الخروج عن مجالات إنتاجها الأساسية التي عرفت بها ، وهو ما أدى إلى انخفاض كفاءتها في هذه المجالات الجديدة . ولقد أشرنا سابقا إلى نتيجة هذا التوسع الاستثماري للتشاي بول في كوريا الجنوبية عن طريق اللجوء إلى الاقتراض المصرفي أو الاقتراض من المؤسسات المالية غير المصرفية (مثل شركات الأموال) الذي أدى إلى ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في هذه التجمعات وأدى ببعضها إلى عدم القدرة على الوفاء بالتزاماته فأفلس ثلاثة «تشاي بول» خلال الفترة من ١٩٩١ حتى ١٩٩٦ ، كما أفلس سبعة من أكبر ثلاثين «تشاي بول» في النصف الأول من عام ١٩٩٧ في كوريا الجنوبية . ولقد توجهت الاستثمارات في بلدان الأزمة كما ذكرنا من قبل إلى عدد من القطاعات الخدمية المحلية التي لا تدخل منتجاتها في مجال التجارة الدولية (Non-Tradeables) مما أدى إلى توسع الطاقة الإنتاجية في هذه القطاعات وتراجع كفاءة الاستثمار بها ، كما توسعت بعض القطاعات الصناعية المشمولة بالحماية مثل قطاع البتروكيماويات في إندونيسيا وماليزيا وتايلاند ، كما اتجهت الاستثمارات إلى

قطاعات كانت تعاني وقتها من طاقة إنتاجية عاطلة مثل قطاع أشباه الموصلات ، الحديد الصلب ، وصناعات السفن والسيارات في كوريا . وأحد المؤشرات التي يجري الاستناد إليها لقياس انخفاض كفاءة الاستثمار نتيجة للإفراط فيه في قطاعات معينة هو معامل رأس المال للناتج الحدي (ICOR) والذي يقيس نسبة الاستثمارات إلى التغير في الإنتاج في فترة معينة ، وذلك على أساس أن ارتفاع هذا المعامل - ما لم يكن الأمر راجعا إلى التحول تجاه هيكل إنتاجي كثيف رأس المال أو تغير جذري في الفنون الإنتاجية المستخدمة - يشير إلى انخفاض الإنتاج بالنسبة للاستثمار ، بمعنى آخر فإن ارتفاع هذا المعامل يعني بالضرورة انخفاض مقلوبه وهو معامل إنتاجية الاستثمار . وتشير بعض الدراسات إلى أن معامل رأس المال للناتج الحدي قد تضاعف في كل من كوريا وتايلاند فيما بين ١٩٩١ و ١٩٩٥ (١٨) . ويشير تقرير بنك التسويات الدولية لعام ١٩٩٨ إلى انخفاض العائد على الاستثمار في القطاعات التي اتسمت بالإفراط في الاستثمار فيها ، إذ ارتفع فيها هذا المعامل أي انخفض مقلوب أو معكوس هذا المعامل وهي الإنتاجية الحدية للاستثمار ، ويشير إليها التقرير باعتبارها معدل نمو الناتج الحقيقي مقسوما على معدل الاستثمار (نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي) . وهكذا انخفضت الإنتاجية الحدية للاستثمار من متوسط ٩, ٣٢٪ خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٠ إلى متوسط ٢, ٢٠٪ خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٦ في كوريا الجنوبية ، كما انخفضت من متوسط نسبته ١, ٢٥٪ خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٦ إلى متوسط بلغ نسبته ١, ٢٢٪ خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٦ في ماليزيا ، أما في تايلاند فقد انخفض معامل إنتاجية رأس المال من متوسط نسبته ٦, ٣٢٪ خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٦ إلى متوسط نسبته ٦, ١٩٪ خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٦ ، وانخفض في الفلبين من ٥, ٢٠٪ خلال الفترة الأولى ١٩٨٦-١٩٩٠ إلى ٢, ١٢٪ خلال الفترة الثانية ١٩٩١-١٩٩٦ (١٩) ، أما إندونيسيا فكانت الاستثناء حيث تشير البيانات إلى ارتفاع هذا المؤشر في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى . وتؤكد بيانات أخرى متاحة هذه النتائج حيث تشير إلى ارتفاع معامل رأس المال للناتج الحدي في كوريا من متوسط ٨, ٣٪ خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٩٢ إلى متوسط بلغ ٩, ٤٪ خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٦ ، في حين ارتفع في ماليزيا من متوسط ٧, ٣٪ خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٩٢ إلى متوسط بلغ ٨, ٤٪ خلال الفترة التالية ١٩٩٣-١٩٩٦ ، بينما ارتفع في تايلاند من ٤, ٣٪ خلال

الفترة الأولى ١٩٨٧ - ١٩٩٢ إلى ١,٥ ٪ خلال الفترة الثانية ١٩٩٣ - ١٩٩٦ . ويشير هذا المصدر إلى انخفاض هذا المعامل انخفاضاً هامشياً في كل من إندونيسيا والفلبين<sup>(٢٠)</sup>.

ويهمنا في ظاهرة الإفراط في الاستثمار قطاع العقار حيث نما هذا القطاع بمعدلات متسارعة وكان مركز جذب متزايد لرءوس الأموال والاستثمارات ، فخلال الفترة من ١٩٩٢ - ١٩٩٦ زادت القيمة المضافة الحقيقية في قطاع العقار بمعدل سنوي نسبته ١١ ٪ حيث ارتفع نصيبه في الناتج المحلي الإجمالي من ٥,١٢ ٪ إلى ١٤ ٪ ، وخلال هذه الفترة زاد معدل الشواغر (الأماكن الخالية) في المساكن الإدارية والمكاتب إلى ١٥ ٪ عام ١٩٩٦ . وكذلك الأمر في إندونيسيا حيث حقق كل من قطاع العقار والبناء والتشييد معدلاً سنوياً للنمو بلغ ١٣ ٪ خلال الفترة ١٩٩١ - ١٩٩٦ ، حيث زاد نصيبه في الناتج المحلي الإجمالي من ٥,٩ ٪ إلى ١٠,٥ ٪ ، في حين كان معدل النمو المتحقق في ماليزيا ١٤ ٪ سنوياً خلال الفترة ١٩٩٣ - ١٩٩٧ . ولقد ترتب على تحرير النظام المالي وفك قيود حركته وإجراءاته أنه أصبح في استطاعة عدد كبير من البنوك الصغيرة قليلة الخبرة والتجربة وبعض شركات الأموال الحصول على قروض مصرفية دولية وبسهولة كما بينا سابقاً ، وقد استخدم جزء كبير من هذه القروض المصرفية الدولية في تمويل النشاط العقاري بجانب الاستثمار في الأصول المالية خاصة الأسهم ، وهكذا اتسعت نسبة القروض العقارية في المحفظة الائتمانية للبنوك التجارية ، وهو أمر خطير للغاية حيث ينطوي على عدم اتساق أو توافق بين آجال استحقاق خصوم هذه البنوك والمؤسسات المالية وأصولها ، فقد استخدمت القروض المصرفية الدولية قصيرة الأجل والأموال المحلية قصيرة الأجل (الودائع) لتمويل نشاط استثماري طويل الأجل (العقار) وهو أمر كانت له سلبياته العديدة حينها وقعت الأزمة . وتجدر الإشارة أن جزءاً لا بأس به من رءوس الأموال الأجنبية قد تدفق في شكل شراء أوراق مالية وتجارية قصيرة الأجل أصدرتها المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات الأموال ولقد استخدمت هذه الأموال لتمويل شراء الأصول العقارية والمالية كالأسهم . وقد وصلت نسبة القروض العقارية إلى ٢٠ ٪ من إجمالي الإقراض للقطاع الخاص في إندونيسيا ١٩٩٦ ، كذلك بلغ نصيب الإقراض لقطاع العقار حوالي ١٨ ٪ من إجمالي الإقراض للقطاع الخاص في ماليزيا ، في حين بلغت النسبة ٢٥ ٪ في تايلاند<sup>(٢١)</sup> . وتشير دراسات وتقديرات بعض

البنوك العالمية أن نسبة القروض العقارية إلى إجمالي القروض في الجهاز المصرفي (نهاية عام ١٩٩٧) قد تراوحت بين ٢٥٪ إلى ٣٠٪ في إندونيسيا ، ٣٠٪ إلى ٤٠٪ في ماليزيا ، ١٥٪ إلى ٢٠٪ في الفلبين ، ١٠٪ إلى ١٥٪ في كوريا ، بينما تراوحت بين ٣٠٪ إلى ٤٠٪ في تايلاند<sup>(٢٢)</sup> وهي جميعا نسب مرتفعة للغاية . هذا في حين أن نسبة القرض إلى قيمة الضمان العقاري قد تراوحت بين ٨٠٪ - ١٠٠٪ في كل من إندونيسيا وماليزيا ، و ٧٠٪ إلى ٨٠٪ في الفلبين ، و ٦٠٪ إلى ١٠٠٪ في كوريا ، و ٨٠٪ إلى ١٠٠٪ في تايلاند<sup>(٢٣)</sup> . والبيانات السابقة تتعلق بالإقراض لقطاع العقار من القطاع المصرفي وليس البنوك التجارية وحدها ؛ ذلك أن أموال البنوك التجارية هي بطبيعتها أموال قصيرة الأجل . ذلك أن نسبة انكشاف البنوك التجارية على قطاع العقار تمثل مؤشرا مهما على احتمالات انهيار هذه المؤسسات في مواجهة أي أزمة طارئة لسوق العقار . وقد ساعد توسع الائتمان لكل من أنشطة العقار وشراء الأسهم على حدوث ارتفاع حاد في أسعار الأصول العقارية والمالية . وقد شجع ارتفاع قيم هذه الأصول البنوك على مزيد من الإقراض نظرا لأن قيم ضمانات هذه القروض في تزايد مستمر . وهكذا تضخمت محافظ البنوك وشركات الأموال بضمانات عقارية بجانب الأسهم . ولا شك في أن هذا وضع يتسم بالخطورة لكل من المقرض والمقترض في حالة انخفاض هذه الأسعار لأنه سيؤدي إلى تراجع حاد في قيم ضمانات القروض .

والمشكلة في سوق العقار ، أنه كسوق الأسهم ، يؤدي الانسحاب الصغير منه إلى آثار كبيرة على الأسعار مما يترتب عليه تعرض الجهاز المصرفي لمخاطر كبيرة ، وهي نوع المخاطر التي تدفع المودعين إلى سحب ودائعهم . وحينما انهار سوق العقار في تايلاند انتقلت آثاره وبسرعة إلى القطاع المالي ، ومن ثم إلى سوق الصرف الأجنبي ، ذلك أن الدائنين أو المستثمرين الأجانب أيقنوا أن المقترضين المحليين لن يستطيعوا تحمل أعباء خدمة قروضهم قصيرة الأجل ، وحينما بدا في الأفق أن سعر صرف البات سائر نحو الانخفاض حاولت كل من الشركات المحلية والأجنبية بيع البات مقابل الدولار ، والمشكلة في سوق العقار أيضا أن العقار يمثل الضمان لأغلب القروض المصرفية ، وأن الحفاظ على قيمة هذه الضمانات - إن لم يكن زيادتها - يتطلب ضرورة ضخ كمية من الأموال إلى سوق العقار سنويا ، وهو ما يتطلب التوسع في الائتمان العقاري . وقد بدأ الانهيار الأول في سوق العقار في تايلاند عام ١٩٩٥ ، ولما كانت بيانات أسعار الأراضي

والعقارات غير متاحة بشكل يسمح بالتحليل السليم ، فقد وقع اختيارنا على أسعار أسهم الشركات العقارية في سوق تايلاند للأسهم . فقد انخفض مؤشر أسعار أسهم الشركات العقارية عام ١٩٩٥ بنسبة ٢٠,٤ ٪ ، ثم فقدت هذه الأسهم ٤٥ ٪ من قيمتها عام ١٩٩٦ ، وكان الانهيار حادا عام ١٩٩٧ حيث انخفضت أسعار أسهم الشركات العقارية بنسبة ٨١,٧ ٪ مقارنة بعام ١٩٩٦ ، في حين بلغ الانخفاض حوالي ٩٠ ٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٥ (٢٤) . ولا شك في أن هذا الانخفاض يعني انخفاض القيم السوقية لهذه الشركات العقارية .

أما في كوريا فقد تراجع سوق العقار بدءا من عام ١٩٩٥ حيث انخفض مؤشر أسعار أسهم الشركات العقارية بنسبة ٢٧,٣ ٪ مقارنة بعام ١٩٩٤ حيث وصل إلى ذروته ، ثم فقد المؤشر حوالي ٣١ ٪ من قيمته عام ١٩٩٦ ، وكان الانهيار حادا عام ١٩٩٧ حيث بلغ الانخفاض في مؤشر أسعار الأسهم العقارية ٦٥ ٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٦ ، في حين وصل الانخفاض إلى ٧٦ ٪ و ٨٣ ٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٥ وعام ١٩٩٤ على التوالي . أما إندونيسيا فكان انهيار سوق العقار حادا عام ١٩٩٧ ، ذلك أن مؤشر أسهم الشركات العقارية حقق زيادة نسبتها ٤٣,٧ ٪ عام ١٩٩٦ ، في حين بلغ الانخفاض عام ١٩٩٧ نسبة ٥٠ ٪ (٢٥) .

وقد ترتب على تراجع سوق العقار بدءا من عام ١٩٩٥ في أغلب بلدان الأزمة الآسيوية قبل حدوث انهيارها الكامل في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ظهور العديد من الديون غير المنتظمة والمشكوك فيها في المحافظ الائتمانية للجهاز المالي سواء أكانت مصارف أم مؤسسات مالية غير مصرفية . هذا بجانب اختلال التوازن بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم خاصة للبنوك التجارية والشركات المالية ، أضف إلى ذلك أن تسارع معدلات نمو الائتمان للقطاع الخاص مع التراخي في اتباع قواعد الحيلة والحذر في حساب جدوى المشروعات أو مخاطر الاستثمار أدى إلى ظهور نسبة لا بأس بها من الديون غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للبنوك وشركات الأموال وذلك قبل انفجار الأزمة ، بحيث ترتب على انفجار الأزمة وما ترتب عليها من انهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية والعقارية وارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة نسبة هذه الأصول غير المنتظمة مما وضع النظام المالي والمصرفي بصورة خاصة في هذه البلاد على شفا الانهيار وهو الموضوع الذي سوف ننتقل إليه الآن .

## (و-٢) مظاهر الضعف الهيكلي في النظام المصرفي :

لا تعتبر مظاهر الضعف الهيكلي التي يتسم بها النظام المصرفي والمالي في دول الأزمة إحدى نتائج الأزمة الآسيوية ، بل أحد أسبابها والعوامل التي ساعدت على تفاقمها ، ولقد كشفت الأزمة عن هذه السلبيات الكامنة في أعماق النظام المصرفي ، ولقد سبق لنا الإشارة إلى بعض مظاهر ضعف هذا النظام نذكر منها على سبيل المثال اثنين هما الاعتماد الكبير على القروض الخارجية قصيرة المدى ، والثاني هو الإفراط الزائد والمتسارع في منح الائتمان المصرفي . ويتسم النظام المصرفي في هذه الدول بضعف الرقابة الداخلية والخارجية ، وتختلف إجراءاته ولوائحه ، وغياب الالتزام بالقواعد والأعراف المصرفية المتعارف عليها في إدارة وحساب المخاطر . وقد استندنا هنا إلى مؤشرين يعبران عن هذه الحزمة من مظاهر الرخاوة أو الضعف الهيكلي ألا وهما نسبة القروض غير المنتظمة إلى جملة الأصول أو إلى جملة القروض ، ونسبة كفاية رأس المال ، فالمؤشر الأول يترجم مدى كفاءة الرقابة الداخلية وكفاءة إدارة المخاطر واتباع قواعد الحيلة والحصافة في حساب المخاطر وتقديرها ، في حين أن المؤشر الثاني يترجم قدرة المؤسسة وكفاءتها في استيعاب الصدمات بتكوين وسادة كبيرة أو خط دفاع أول قادر على امتصاص هذه الصدمات الخارجية ، وكلا المؤشرين يرتبط بالآخر برابط متين بحيث يصب كل منهما في الآخر .

وقد ترتب على تراجع العائد على الاستثمار في بعض القطاعات وتراجع أسعار الأصول بشكل حاد قبل انفجار الأزمة إلى تدهور الأصول المصرفية ، ففي منتصف عام ١٩٩٦ وصلت الأصول غير المنتظمة للبنوك التجارية في تايلاند إلى حوالي ٨٪ من رصيد قروض هذه البنوك <sup>(٢٦)</sup> (وهي بنوك تتلقى ٤, ٦٨٪ من ودائع القطاع العائلي وتوفر ما نسبته ٥, ٦٨٪ من الائتمان الإجمالي <sup>(٢٧)</sup>) ، في حين تصل نسبة الأصول غير المنتظمة في المؤسسات المالية غير المصرفية - مثل شركات الأموال - إلى أعلى من ذلك بكثير ولا شك أن نسبة ٨٪ المشار إليها سابقا هي المتوسط بمعنى أن هناك عددا كبيرا من المصارف تزيد فيه النسبة عن ٨٪ . وحتى يمكن فهم مدى ارتفاع هذه النسبة نذكر أن الولايات المتحدة الأمريكية تصل فيها النسبة إلى ٢٨٪ <sup>(٢٨)</sup> وقد بلغت هذه النسبة إلى ٤٪ في الثمانينيات إبان أزمة بنوك الإقراض والادخار (S&L) ، وفي إندونيسيا بلغت نسبة القروض غير المنتظمة حوالي ١٠٪ من إجمالي القروض في نهاية عام ١٩٩٦ . وفي

ماليزيا إبان الأزمة المصرفية في الثمانينيات (١٩٨٥) وصلت نسبة القروض غير المنتظمة إلى ٣٥٪ من إجمالي القروض ثم عادت إلى الانخفاض لتصل إلى ٤٪.

ويثير حساب القروض أو الأصول غير المنتظمة مشكلات متعلقة بالتعريف والتصنيف حول ما يدخل وما لا يدخل في تعريف الأصول غير المنتظمة وهو أمر له أهميته أيضا في السياسة المصرفية من أجل تكوين المخصصات اللازمة لهذه القروض ، وتختلف التعاريف والتصنيفات من دولة لأخرى ، فبعضها يوسع في التعريف في حين يقوم البعض الآخر بتضييق التعريف . ففي تايلاند على سبيل المثال تصنف القروض غير المنتظمة (المتعثرة) إلى ثلاثة : ( ١ ) دون المستوى (\*) وهي التي يعاني المقترض فيها من صعوبة في السداد . وفي بعض البلاد يدخل في تعريف دون المستوى من يتوقف عن خدمة الدين (دفع الفوائد) مدة ٦٠ يوما ، وفي بعض البلاد الأخرى - وهي العرف المعتاد في المصارف - تحدد القروض دون المستوى بتلك التي يتوقف أصحابها عن خدمتها أكثر من ثلاثة شهور ، أو ما بين ٩٠ إلى ١٨٠ يوما ( ٢ ) النوع الثاني هو القروض المشكوك فيها (صافية الضمان) بمعنى التي لا يمكن تحصيل الفرق بين قيمة القرض وقيمة الضمان ، ويعرف البعض الآخر الأصول المشكوك فيها بأنها القروض التي يتم التوقف عن خدمتها من ١٨٠ يوما إلى ٣٦٥ يوما (٣) أما النوع الثالث فهو القروض (السيئة Bad ) غير القابلة للتحصيل وهو تعريف واضح لا حاجة لشرحه ، ويعرفه البعض بأنه القروض التي يتوقف أصحابها عن خدمتها ما يزيد على ٣٦٥ يوم . وهذه التعاريف من الأهمية بمكان ، ليس فقط لتحديد كم الأصول غير المنتظمة ولكن أيضا لتحديد المخصصات . ففي بعض البلاد لا توجد مخصصات للنوع الأول مثل تايلاند قبل يوليو ١٩٩٧ ولكن الآن على البنوك في تايلاند أن تضع لهذا النوع مخصصات حوالي ١٥٪ وتصل النسبة إلى ٢٠٪ في حالة الشركات المالية ، وأصبح لابد من وضع مخصصات قدرها ١٠٪ في حالة النوع الثاني . كذلك يثير تاريخ حساب القروض غير المنتظمة ونسبتها إلى جملة الأصول أهمية بالغة . ذلك أن حساب هذه النسبة بعد وقوع الأزمة في يوليو ١٩٩٧ قد يضخم من حجم القروض غير المنتظمة ولا يعكس بالضرورة مدى كفاءة إدارة المؤسسات المالية ولا مدى خطورة الوضع قبل انفجار الأزمة .

\* Substandard.

ويوضح الجدول رقم ( ٦ ) بالملحق الإحصائي نسبة القروض غير المنتظمة إلى أصول الجهاز المصرفي من مصدرين اثنين . وتشير هذه البيانات إلى ارتفاع هذه النسبة في دول الأزمة وهو ارتفاع كان من شأنه أن ينبه السلطات النقدية والرقابية ويستدعي تدخلها ، ففي أغلب دول الأزمة تخطت النسبة مستوى ١٠٪ ، وحتى نسبة ٧,٥٪ في ماليزيا طبقا لأحد التقديرين تعتبر مرتفعة فالأعراف المصرفية مستقرة حول أن نسبة ٣٪ في حالة الديون غير المنتظمة لا بد وأن يبدأ عندها القلق وعلى المؤسسة المالية التي تصل فيها النسبة إلى هذا المستوى مراجعة حساباتها وأسلوب تقدير وإدارة مخاطرها ، وإذا وصلت النسبة إلى ٥٪ فإن ذلك يستدعي ضرورة تدخل السلطات النقدية والرقابية لدراسة الأسباب وبحث سبل العلاج . فما بالنا وقد وصلت النسبة إلى ١٦٪ في كوريا و ١٥٪ في تايلاند طبقا لأحد التقديرات ، وإذا قارنا هذه النسب بتلك السائدة في هونج كونج وسنغافورة والولايات المتحدة لتبيننا مدى ارتفاعها . والسؤال الذي يثور في ذهن الآن هو : هل كانت هذه المعلومات متاحة للسلطات النقدية ؟ وهل كانت هذه المعلومات معروفة للبنوك الأجنبية التي قدمت القروض وفتحت خطوط الائتمان للمصارف المحلية ؟ أم أن هذه المعلومات تكتشف عند حدوث الانهيار أو بعد انفجار الأزمة ؟ ففي تايلاند التي ترتفع فيها نسبة الأصول المتعثرة كان هناك عدة إنذارات قبل حدوث الأزمة ، فقد حاول البنك المركزي التايلاندي إنقاذ بنك بانكوك التجاري B.B.C في منتصف عام ١٩٩٦ ، الذي شهد موجات كبيرة لسحب ودائعه ، وقد حاولت مؤسسة تنمية المؤسسات المالية (\*) FIDF إعادة تكوين القاعدة الرأسمالية للبنك وشراء أصوله المتعثرة بهدف إعادة تأهيله ، كذلك كانت هناك بوادر انهيار شركة «فاينانس ون» أكبر الشركات المالية التايلاندية ، فقد أجبرت الشركة نتيجة لتزايد قروضها المتعثرة إلى الدخول في مفاوضات الاندماج في مارس عام ١٩٩٧ مع بنك تجاري متوسط هو بنك TBD ، ولكن انهارت المفاوضات بين الطرفين في مايو عام ١٩٩٧ .

أما إذا نظرنا إلى بيانات القاعدة الرأسمالية كما يشير إليها الجدول فنجد أن البيانات تشير إلى حد أدنى وحد أعلى تراوحت بينهما نسبة القاعدة الرأسمالية وهي نسبة حقوق الملكية (رأس المال + الاحتياطي) إلى الأصول مرجحة بالمخاطر . ذلك أنه باستثناء الفلبين نجد أن النسب منخفضة للغاية ، ففي كوريا وتايلاند نجد أن نسبة ٦,٦٪ وهي السائدة تقل كثيرا عن الحد الأدنى لتعليات بازل وهي ٨٪ (٢٩) . وتمثل القاعدة

الرأسمالية الوسادة الضرورية لتلقي الصدمات ومواجهة الخسائر الناجمة عن تدني نوعية الأصول . والسؤال الثاني الذي يطرح نفسه أيضا هو : هل كانت هذه النسب الخاصة بالقاعدة الرأسمالية متاحة ومعروفة لدى جهات الرقابة الداخلية ؟ وهل كانت معروفة لدى البنوك الدولية المقرضة ؟

ولا نستطيع هنا - حيث لا يسمح المجال بذلك - الدخول في تفاصيل لتحليل الجهاز المصرفي في دول الأزمة الآسيوية الخمس . وقد اخترنا هنا القطاع المصرفي في كوريا الجنوبية باعتبارها أكبر اقتصاد ضمن مجموعة هذه الدول ولضخامة حجم الجهاز المصرفي بها ولعمق مشاكله ، ولتوافر البيانات عنها وعن تايلاند بشكل تفصيلي . ويشير الجدول رقم ( ٧ ) بالملحق الإحصائي إلى نسب كل من القروض غير المنتظمة وكفاية رأس المال ، ويبدو من الجدول مدى ارتفاع نسبة القروض غير المنتظمة التي تعدت في بعض الحالات ١٠٪ ، وفي بعضها ١٥٪ ، في حين تعدت ٢٠٪ في أحد البنوك . وتتراوح النسبة من ٨٪ إلى ١٠٪ في أغلب هذه البنوك ، وهي نسبة مازالت مرتفعة حسب المعايير الدولية التي سبقت الإشارة إليها ، كما يبدو من الجدول مدى تدني نسبة الكفاءة الرأسمالية (\*\*)(نسبة القاعدة الرأسمالية إلى جملة الأصول مرجحة بالمخاطر) ففي بعضها تقل عن ١٪ وفي البعض الآخر تصل إلى رقم سالب ، وفي عدد منها تقل عن ٦٪ ، وفي البعض الآخر تقل عن ٨٪ . وحقيقة الأمر أن نسبة ٨٪ وهي الحد الأدنى المطلوب طبقا لمعيار بنك التسويات الدولية (معيار بازل) أو حتى نسبة ١٠٪ لا تعتبر كافية ، وإذا كانت هذه النسبة تمثل الحد الأدنى المطلوب إلا أنها معرضة للانخفاض وبسرعة في مواجهة أي صدمة خارجية تؤثر في ربحية البنك أو في نوعية أصوله ، ويؤكد هذه الحقيقة أن متوسط نسبة الكفاءة الرأسمالية للبنوك في كل من هونج كونج وسنغافورة تتراوح بين ١٥٪ و ٢٠٪ في الأولى ، و ١٨٪ و ٢٢٪ في الثانية ، وهو ما يعني وجود عدد من البنوك تتمتع بقاعدة رأسمالية تفوق هذا المتوسط . ولقد قام مكتب الرقابة على البنوك (\*\*)( OBS ) في كوريا بعدد من التصنيفات ، التصنيف الأول منها هو البنوك التي تقل فيها نسبة الكفاءة الرأسمالية عن ٦٪ فقد وضعها المكتب في فصيلة «أوامر تحسين الإدارة» وهي بنوك دونج وا ( ٣٤ ، ٥٪ ) ، دونجنام ( ٥٤ ، ٤٪ ) ، ودايدونج

\* Financial Institutions Development Fund.

\*\* Capital Adequacy Ratio.

(٩٨، ٢٪ . .) إلخ . وهذه البنوك الستة تخضع للتعليمات والأوامر التالية : (١) منع توسيع النشاط بتاتا (٢) ضرورة تغيير الإدارة العليا ، وتقليص حجم النشاط الحالي ؛ (٣) الدخول في دمج أو استملاك إذا لم يتحسن مستوى الأداء (٤) تجميد الاستثمار في الأصول الثابتة وزيادة القاعدة الرأسمالية ، تغيير مدقق الحسابات الخارجي . . إلخ . أما البنوك الستة التي تتراوح فيها نسبة الكفاءة الرأسمالية بين ٦٪ و ٨٪ فتدخل تحت فئة «نصائح تحسين الإدارة» وهي بنوك سي . إس . ب (٥، ٦٪) ، وبنك هانيل (٩، ٦٪) ، و ك . إي . ب . (٧٩، ٦٪ . .) إلخ ، وتخضع هذه البنوك للتالي : (١) تغيير الإدارة المسؤولة (٢) وقف صرف العائد على الأسهم (٣) إغلاق الفروع غير المربحة (٤) الحصول على إذن للدخول في أي نشاط جديد أو توسعة لنشاط قائم<sup>(٣٠)</sup>، ولقد كان أحد المطالب المهمة لاتفاق إنقاذ صندوق النقد الدولي هو تغيير مراقبي الحسابات للبنوك وضرورة لجوء البنوك الكورية إلى مراقبي حسابات خارج كوريا .

ويشير الجدول رقم (٨) إلى نسبة الأصول غير المنتظمة وكذلك نسبة الكفاءة الرأسمالية في بعض البنوك في تايلاند وليست كلها ، ويبدو واضحا من الجدول عدد من الأمور المهمة هي :

أولا : ارتفاع نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظ البنوك التجارية التايلاندية واتجاهها نحو الارتفاع الشديد بمرور الوقت فيما بين ٣٠ يونيو عام ١٩٩٧ أي يومين أو ثلاثة قبل حدوث الأزمة و ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٧ حيث تضاعفت نسبة الديون غير المنتظمة في أغلب البنوك ، وبلغت حوالي ثلاثة إلى أربعة أضعاف بعد مرور عام على الأزمة في ٣٠ يونيو عام ١٩٩٨ . ويعني ذلك أن الأزمة ساعدت على تحول العديد من القروض المنتظمة إلى قروض غير منتظمة ، ويعود ذلك بشكل واضح إلى أن انخفاض سعر صرف العملة (البات) أدى إلى زيادة أعباء سداد العديد من الديون بالعملة الأجنبية خاصة بالنسبة للشركات ووحدات قطاع الأعمال التي لم تتوق في مقابل هذه القروض ، أي لم تأخذ الخطوات الكافية لتأمين وجود العملة الأجنبية في ميعاد السداد . كذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة بجانب تخفيض سعر الصرف زاد من أعباء السداد وجعل العديد من الوحدات الإنتاجية تتوقف عن الوفاء بالتزاماتها . من ناحية أخرى

فإن البنوك تحت ضغوط الذعر وعدم الثقة ترددت في منح الائتمان للعملاء لتشغيل وحداتهم الإنتاجية ومن ثم الاستمرار في الإنتاج والوفاء بالتزاماتهم ، وذلك لعدم قيام هذه الشركات بسداد ديونها السابقة وخوفا من تحول هذه القروض الجديدة إلى قروض غير منتظمة وخوفا من تردد البنوك الأجنبية في استمرار منح خطوط الائتمان للبنوك المحلية . كما ترتب على الانكماش في الطلب المحلي الناجم عن الأزمة إخلال العديد من وحدات قطاع الأعمال بالوفاء بالتزاماتها .

ثانيا : البنوك الحكومية أو الخاضعة لسيطرة الحكومة في تايلاند هي أسوأ أنواع البنوك حالا . فالبنوك الحكومية السبع الواردة في الجدول لا تتميز بارتفاع نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظها الائتمانية ولكن بارتفاع هذه النسبة بمرور الوقت ارتفاعا غير مسبوق في تاريخ الأزمات المصرفية حيث وصل في ديسمبر عام ١٩٩٧ إلى ٤٥٪ و ٥٥٪ في بعض البنوك وتعدى نسبة ٦٠٪ و ٧٠٪ بعد مرور عام على الأزمة في بعض البنوك . ولاشك في أن هذا مؤشر مهم على تراخي هذه البنوك وتسيبها في منح الائتمان وغياب قواعد الحيلة والحذر لديها في حساب المخاطر، هذا بجانب أنها لا بد وأن تكون قد استخدمت كأداة لتوجيه الاستثمارات لقطاعات وأنشطة معينة على حساب البعض الآخر ، حيث كانت هذه البنوك أداة لرأسمالية المحاباة أو المحسوبية .

ثالثا : انخفاض مؤشر الكفاءة الرأسمالية طبقا لمعيار بنك التسويات الدولية بصورة عامة وبالنسبة للبنوك الحكومية بصورة خاصة التي وصلت في بعضها إلى الصفر أو إلى رقم سالب . ليس غريبا أن تعجز هذه البنوك عن الصمود في وجه الأزمة نظرا لضعف خطوط الدفاع لديها متمثلة في القاعدة الرأسمالية ، وليس غريبا لذلك أن تتعالى صيحات المؤسسات الدولية بضرورة تصفية البعض ودمج واستملاك البعض الآخر مع بنوك أكثر كفاءة وأكبر حجما .

أشرنا فيما سبق إلى بعض نواحي الضعف الهيكلي في الجهاز المالي والمصرفي في بعض دول الأزمة الآسيوية ، وكيف أدت نواحي الضعف تلك إلى هشاشة الجهاز المصرفي في مواجهة الأزمة ، ولم يكن بالتالي قادرا على التلاؤم مع التغيير السريع والمفاجئ في اتجاه

انسياب رءوس الأموال قصيرة المدى خاصة القروض المصرفية التي تمثل النسبة الكبرى من هذا التدفق . وقد ركزنا بصورة أساسية على نسبة الديون غير المنتظمة وعلى كفاءة القاعدة الرأسمالية ، وهناك العديد من المؤشرات الأخرى التي تنسجم مع هذين المؤشرين مثل مؤشري الربحية والعائد على رأس المال<sup>(٣١)</sup> . إلخ . ونحاول فيما يلي أن نؤكد على بعض النقاط المهمة التي ربما نكون قد أشرنا إليها في عمالة من قبل ولكنها تحتاج إلى بعض التأكيد وهي :

أولا : أن القروض المصرفية الدولية التي انسابت إلى الجهاز المصرفي وهي قروض قصيرة الأجل قد استخدمت لتمويل شراء أصول محلية طويلة الأجل مثل العقار أو لتمويل مشروعات محلية طويلة الأجل أو حتى شراء أسهم . وقد خلق ذلك كما أشرنا سابقا عدم توافق أو عدم اتساق (Mismatching) بين آجال استحقاق كل من أصول وخصوم الجهاز المصرفي وهو أمر على جانب كبير من الخطورة وينطوي على آثار سلبية مهمة . وتظهر هذه الخطورة حينما يرغب الدائنون (البنوك الدولية) في عدم تجديد قروضهم أو مد آجال هذه القروض Roll-Over ، وهو ما حدث بالفعل . كما كان عدم التوافق أيضا واضحا بين الأصول والخصوم من حيث العملة المقوم بها الأصل أو الخصم (الموجودات والمطلوبات) . ولقد حدثت محاولات عديدة لمواجهة مشكلة هيمنة القروض قصيرة المدى في تركيبة مديونية وحدات قطاع الأعمال ، فقد لجأت وحدات قطاع الأعمال إلى إصدار السندات خاصة عام ١٩٩٦ والنصف الأول من عام ١٩٩٧ خاصة حينما ضاق هامش الفائدة على قروض الأسواق الناشئة ، إلا أن بعض هذه السندات الدولية تضمنت شروطا (مثل أن تصبح قابلة للسداد بإخطار في مدة زمنية قصيرة إذا انخفض ترتيب الجدارة للمقرض عن درجة «استثمار») جعلت منها مديونية قصيرة المدى وقت الأزمة . كما تضمن العديد من عقود القروض (متوسطة وطويلة المدى) شروطا متشابهة للمقرض تجعل من حقه طلب السداد خلال فترات محددة في أثناء عقد القرض . بمعنى آخر: إن الفروق بين القروض قصيرة المدى وطويلة المدى قد اختلت .

ثانيا : أن كثيرا من الذين اقترضوا بالعملة الأجنبية سواء مباشرة من الخارج أو من خلال ائتمان الجهاز المصرفي لم يقوموا بالتوخي أو التحوط تجاه هذه القروض بالعملة

الأجنبية ، أي اتخاذ الإجراءات والوسائل التي من شأنها ضمان وجود العملة الأجنبية لدى المقترض في ميعاد السداد خاصة من خلال السوق الآجل أو الأسواق المستقبلية . ومن الأمور التي ساعدت على هذا الإهمال والتراخي الإيمان باستمرار فاعلية نظام سعر الصرف الثابت المرتبطة بالدولار . وبالتالي حينما انهارت العملة (البات على سبيل المثال) وبدأ سعر صرف العملة المحلية في التراجع ، حاول العديد من الوحدات الإنتاجية في قطاع الأعمال التوخي تجاه قروضهم بالعملة الأجنبية ، فكانت النتيجة تسارعهم نحو بيع العملة الأجنبية (البات مثلاً) وشراء الدولار ، مما دفع بعجلة الانهيار أسرع . ومن الأمور التي أسرع وعمقت من الأزمة ما تمثل في تزامن سلوكين في ذات الوقت ، الأول هو محاولة تسهيل بعض الأصول طويلة الأجل ، والثاني هو محاولة تحويل العملة المحلية (مثل البات) إلى الدولار .

ثالثاً : نتيجة للأداء الاقتصادي المتميز لهذه البلاد عبر فترة ممتدة من الزمن تصاعدت ثقة المستثمرين في الاستثمار في هذه الأسواق ، ولقد ساعد على ذلك أداء أسواق الأصول في هذه البلاد سواء الأصول المالية أو الأصول العقارية ، ومن هنا دخل العديد من المستثمرين الأجانب إلى سوق الأصول المحلية (وبالعملة المحلية) ، وقد ترتب على انتعاش سوق الأصول المحلية أن صناديق الاستثمار المحلية مثل صناديق المعاشات وصناديق شركات التأمين قد اقتضت استثماراتها على الأصول المحلية الآسيوية ، وذلك في جميع بلدان الأزمة ، بمعنى آخر: إن صناديق الاستثمار اتسمت بأحادية التوجه الآسيوي ، فلم تتضمن أية تنوع في استثماراتها من حيث الموقع أو الجنسية ، ذلك أن تنوع المحفظة الاستثمارية سواء من حيث الأداة أو التنوع الجغرافي أو التنوع من حيث العملة المقوم بها الأداة من الأمور المهمة في تقليل المخاطر . ولم يكن هذا هو الحال سواء بالنسبة لصناديق الاستثمار المحلية (مثل المعاشات والتأمين) أو المستثمرين الأفراد سواء الأجانب أو المواطنين . وقد كان ذلك أحد أهم أسباب تفاقم الأزمة حينما انفجر بالون أسعار الأصول وبدأ التراجع الحاد في أسواقها .

رابعاً : يلعب مثلث انهيار أسعار الأصول أو أزمة البنوك ، والانكماش أو التراخي الاقتصادي دوراً مهماً في إحكام الأزمة ، و تمثل هذه العناصر أطراف حلقة

مفرغة عاشت داخلها دول الأزمة بحيث لم تستطع الفكاك منها . فانهيار أسعار الأسهم أدى إلى تحمل البنوك بأعباء خسارة غير محققة ، كما أن إخلال بعض رجال التنمية العقارية بالوفاء بالتزاماتهم أدى إلى وجود عقارات غير قابلة للبيع في حوزة البنوك ، ومشكلة العقار أنه يستخدم كضمان للعديد من القروض ، وبالتالي فإن تراجع أسعاره يؤدي إلى انهيار قيم ضمانات البنوك . وإذا حاولت البنوك منح ائتمان لمستثمري العقار بقصد الحفاظ على قيمته فإن من شأن هذا التصرف أن يؤدي إلى تفاقم المشكلة مستقبلا . وقد أدى انهيار أسعار الأصول إلى تردد البنوك في منح الائتمان حتى للمقترضين من الدرجة الأولى ، وهو ما ساعد على انكماش حركة النشاط الاقتصادي والطلب المحلي ، وهذا الانكماش بدوره يدفع إلى تراجع أسعار الأصول وإلى زيادة حجم القروض غير المنتظمة في محافظ البنوك . ويرتبط بهذه المشكلة قضية «شح الائتمان Credit Crunch» التي أشارت إليها العديد من الكتابات في أثناء الأزمة الآسيوية أي صعوبة الحصول على الائتمان ، بمعنى أن يصبح الائتمان المصرفي غير متاح عند مستوى سعر الفائدة السائد . وقد ترددت البنوك في منح الائتمان نتيجة لانهيار أسعار الأصول من ناحية وزيادة الأصول غير المنتظمة لديها من ناحية أخرى ، وذلك خوفا من قيام مؤسسات ترتيب الجدارة الائتمانية بتخفيض ترتيبها مما يؤدي إلى تردد البنوك الدولية في مد خطوط الائتمان إليها أو سحب الخطوط المقدمة فعلا . هذا الذعر أدى بالبنوك إلى التردد أحيانا أو التوقف أحيانا أخرى عن منح الائتمان حتى بالنسبة للمقترضين المتميزين من وحدات قطاع الأعمال ، والتي كان من الممكن أن يساعد الائتمان على تشغيل خطوط إنتاجهم وبالتالي زيادة قدرتهم على السداد . فبعض المقترضين الذين أخلوا بالتزاماتهم نتيجة لظروف خارجة عن إرادتهم وتحولت قروضهم إلى قروض غير منتظمة ، كان من الممكن أن تتحسن أوضاعهم لو أصبح الائتمان المصرفي متاحا لديهم ، ولكن تردد البنوك حال دون تحقق ذلك ، ولعل ذلك من الأسباب التي ساعدت على الإسراع بوتائر الانكماش الاقتصادي ومن ثم زيادة حدة أزمة المصارف .

خامسا: لقد تحمل عبء أزمة الجهاز المصرفي في الدول الآسيوية المال العام ، ولكن لا يمكن تحديد حجم هذا العبء حتى اليوم حيث تختلف التقديرات من شهر

لآخر . وليست هذه هي الأزمة المصرفية الأولى ، ولا هي المرة الأولى التي يتحمل فيها المال العام أزمة البنوك الخاصة . ففي التسعينيات واجهت البنوك اليابانية أزمة حادة متمثلة في نسبة عالية من القروض غير المنتظمة أدت إلى تدخل الدولة عدة مرات وبجرعات مختلفة لإنقاذ الجهاز المصرفي لعل آخرها كان في أكتوبر عام ١٩٩٨ ، حينما تحملت الموازنة العامة عبء برنامج إنقاذ للبنوك اليابانية بلغ ٥٢٠ بليون دولار أمريكي (٦٠ ترليون ين ياباني) . ومنذ حدوث الأزمة المالية الآسيوية وانكشاف رخاوة الجهاز المصرفي باعتباره عاملا مهما في الأزمة ، بدأت الدراسات والبحوث حول الأزمات المصرفية السابقة وتاريخها والأسباب التي أدت إليها ودوافعها والمتغيرات المحددة لها . وتحاول هذه الدراسات تتبع سلوك المتغيرات الإجمالية (كالنتائج المحلي الإجمالي ومعدل نموه ، الاستثمارات الإجمالية ، الادخار ، توازن الميزان الخارجي ، سلوك سعر الصرف . . . إلخ) ، وكذلك سلوك بعض المتغيرات الجزئية (سواء على مستوى القطاع أو مستوى المؤسسات المصرفية) قبل انفجار الأزمة المصرفية بفترة زمنية طويلة ، بهدف التعرف على سلوك هذه المتغيرات واتجاهاتها قبل الأزمة ودرجة تغير هذا الاتجاه أو السلوك ، ومتى يحدث هذا التغير قبل الأزمة وذلك بهدف بناء نظام للإنذار المبكر (Early Warning System) يمكن بواسطته توقع حدوث الأزمة المصرفية قبل وقوعها عن طريق تتبع سلوك المتغيرات الكلية والجزئية المكونة لنظام الإنذار المبكر ، بل يمكن أيضا تحديد ميقات وقوعها (٣٢).

هذا الاهتمام الحديث والمكثف بالأزمات المصرفية إنما يعود إلى الآثار السلبية العديدة التي تتركها هذه الأزمات على الاقتصاد الوطني ، فالأزمة المصرفية تؤثر سلبا في سهولة انسياب الائتمان إلى كل من القطاع العائلي وقطاع الأعمال ، وتؤدي إلى تراجع كل من الاستهلاك والاستثمار ومن ثم الطلب المحلي ، وقد تؤدي في بعض الأحيان إلى إفلاس العديد من وحدات قطاع الأعمال الناجحة ، كذلك تؤثر الأزمة المصرفية في أداء نظام المدفوعات Payment System ، كما تؤدي إلى انخفاض الادخار عن طريق التأثير في ثقة المواطنين في مؤسسات الجهاز المصرفي ، كما ينتج عنها هروب رؤوس الأموال . ويفرق الكثيرون بين الأزمة المصرفية العادية التي قد تهتز فيها قدرة بعض المصارف عن الوفاء

بالتزاماتها وتتأثر ملاءمتها نتيجة لزيادة الأصول غير المنتظمة مما يؤدي إلى تآكل قاعدتها الرأسمالية ، وبين الأزمة المصرفية المنظومية Sytemic Banking Crisis حيث تصيب النظام المصرفي برمته بالشلل الكامل<sup>(٣٣)</sup> وتدفع حتى بالبنوك السليمة إلى إقفال أبوابها .

والأزمات المصرفية ليست ظاهرة حديثة ، بل تعود إلى القرن التاسع عشر ، ومن أشهرها الأزمة التي حدثت إبان الأزمة العالمية في الثلاثينيات ١٩٢٩ - ١٩٣٢ والتي تحملت الموازنة الأمريكية عبء مواجهتها حيث بلغت تكلفة إنقاذ المصارف حوالي ٣,٣ بليون دولار أمريكي ، وهو ما يمثل في ذلك الوقت ٣,٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي<sup>(٣٤)</sup> . كذلك توضح الدراسات أن الأزمة الآسيوية المالية والمصرفية لم تكن الأولى من نوعها ، فهونج كونج واجهت أزميتين مصرفيتين الأولى عام ١٩٨٢ - ١٩٨٣ والثانية عام ١٩٨٣ - ١٩٨٦ حيث انهارت سبع مصارف بجانب مؤسسات مالية أخرى مما ترتب عليه إفلاس وتصفية البعض ودمج واستملاك البعض الآخر ، وواجهت كوريا الجنوبية أزمة مصرفية حادة عام ١٩٨٥ ، وواجهت ماليزيا أزمة مصرفية كبيرة عام ١٩٨٥ - ١٩٨٨ حدث فيها تكالب العملاء على سحب ودائعهم من بعض البنوك والمؤسسات المالية ووصول نسبة الديون غير المنتظمة إلى ٣٠٪ من المحفظة الائتمانية للبنوك ، وواجهت سنغافورة أزمة مصرفية عام ١٩٨٢ ، وكذلك الحال في كل من تايلاند وتايوان حيث انفجرت الأزمة المصرفية واستمرت في الأولى خلال الفترة ١٩٨٣ - ١٩٨٧ ، وفي الثانية عام ١٩٨٣ - ١٩٨٤<sup>(٣٥)</sup> .

وتؤكد كافة الدراسات أنه في جميع الأزمات المصرفية تحمل المال العام عبء عملية الإنقاذ (إنقاذ البنوك) ، تلا ذلك بناء نظام للسداد يحدد قواعد وإجراءات السداد من جانب المدينين . ففي الولايات المتحدة في الثمانينيات وعلى وجه الخصوص ١٩٨٤ - ١٩٩١ في أثناء أزمة ما يعرف بمؤسسات (بنوك) الإقراض والادخار (S & L) تحملت الحكومة الفيدرالية حوالي ١٣٤ بليون دولار لإنقاذ هذه المؤسسات وهو ما يتراوح بين ٥٪ إلى ٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، كما تحملت اليابان خلال التسعينيات ما يقارب ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي كأعباء على الموازنة العامة ، وفي السويد في أثناء الأزمة المصرفية ١٩٩١ - ١٩٩٣ بلغ برنامج الإنقاذ الذي تحملته المالية العامة ٥٪ من الناتج

المحلي الإجمالي السويدي ، وتحمل المال العام ما يقارب ٨٪ - ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي كبرنامج إنقاذ للبنوك النرويجية في أثناء أزمتها في الفترة ١٩٨٨ - ١٩٩١ ، وفي شيلي في أثناء الأزمة المصرفية ١٩٨١ - ١٩٨٥ بلغ ما تحمله المال العام ١٩٪ - ٤١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، في حين تحمل المال العام في إسبانيا مقابل برنامج إنقاذ البنوك ١٥٪ - ١٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٧ - ١٩٨٥ . وخلال أزمة المكسيك ١٩٩٤ - ١٩٩٥ بلغ برنامج إنقاذ البنوك ما يساوي ١٢٪ - ١٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي<sup>(٣٦)</sup>.

وليس غريبا أنه في آسيا تحمل المال العام أيضا (الدولة) أعباء أخطاء القطاع الخاص وسوء إدارته ، حتى برنامج الإنقاذ الدولي الذي يمثل دينا على الحكومات أو ديونا مضمونة من الحكومات ، انساب في النهاية إلى الجهاز المصرفي الذي استخدمه لسداد ديون البنوك الأوروبية والأمريكية واليابانية قصيرة المدى .

سادسا :لعب توافر السيولة الدولية لهذه الدول والأنظمة المالية دورا مهما في تفاقم الأزمة وزيادة حدتها ، وهو أمر سوف نرجئ الحديث عنه للفصل القادم عند تناول العوامل التي أدت إلى استفحال الأزمة<sup>(٣٧)</sup>.

## هوامش الفصل الخامس

- ١ - بيانات النظام المالي في دول الأزمة الآسيوية مأخوذة من IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Table 3.6, P92
- ٢ - انظر أيضا EIU. "Country Profile 1998-1997 For Indonesia, Korea, Thailand, Malaysia Debt to Equity ratio
- ٣ - انظر في هذا IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Table 3.4 P. 90 See also, R. Wade & F. Venrosa "The High Debt Model VS The Wallstreet - Treasury - IMF Complex. The Russel Sage Foundation, March 1998.
- ٤ - Asian Development Bank, "Asian Development Outlook 1999", The financial crisis in Asia , Table 1.4, P. 27.
- ٥ - انظر أيضا IMF, World Economic Outlook Oct. 1998, Table 3.9, P. 94.
- ٦ - G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused the Asian Currency & Financial Crisis?" Part I, Macro-Economic review, NBER Working paper No. 68 33, December 1998, P.14.
- ٧ - Ibid, Statistical Appendix, Table (7)
- ٨ - A. Greenspan, "The Globalization of Finance", The CATO Journal, Vol. 17, - No.3.
- ٩ - Bangkok International Banking Facilities.
- ١٠ - London Inter-Bank Offered Rate
- ١١ - Lender of Last Resort Facility
- ١٢ - IIF, "Capital Flows to Emerging Markets", Washington, April 1999, Table a 31, P.3 .
- ١٣ - Ibid, P.3
- ١٤ - IMF, "World Economic Outlook", Washington, October 1998, P91, Table 3.5.
- ١٥ - BIS, "69th Annual Report" Basle June 1999, Chapter 3, P. 34, Table III-3 .
- ١٦ - G. Kaminsky, S.Lizondo, C. M. Reinhart, "Leading Indicators of currency

crises". IMF Staff papers Vol. 45, No. I, March 1998, and A. DemirGuc - Kurk & E. Deteraciache, "The Determinants of Banking Crises in Developing & Developed Countries, IMF Staff Papers, Vol. 45, No.I, March 1998.

R. Wade "From Miracle to Meltdown: Uulnerabilities, Moral Hazard, Panic, - ١٧ and Debt deflation in The Asian Crises", 1st June 1998, "Asia Crisis 3 doc", draft P. 11.

IMF, "World Economic Outlook", October 1998, P. 85. - ١٨

BIS, "68th Annual Report, April 1997- March 1998", Basle June 1998, P. 35. - ١٩

G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused The Asian Crises" opcit, Part - ٢٠ I, Table 6, Statistical Appendix.

ويشير هذا المرجع إلى J. P. Morgan باعتباره مصدر البيانات

IMF, "World Economic Outlook" October 1998, P. 87. - ٢١

J. P. Morgan, "Asian Financial Markets", First October 1998, Jan 16<sup>th</sup> 1998, - ٢٢ Singapore, P. 7.

. Ibid, P. 7. - ٢٣

Hali. J. Edison, P. Luangaram, and M. Millir "Asset من هذه البيانات مأخوذة من Rubles, Domino Effects and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crises".

Board of the Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion papers, No. 606, March 1998, P. 4, Table 1.

وتشير دراسة أخرى عن الأرقام القياسية لأسعار قطاع العقار في أسواق الأسهم أن الرقم القياسي لأسعار أسهم قطاع العقار في إندونيسيا انخفض عام ١٩٩٥ بنسبة ٢٠٪ ومن ثم عاود الارتفاع عام ١٩٩٦ بنسبة ٢٧,٦٪، ثم كان الانهيار عام ١٩٩٧ حيث انخفض مؤشر الأسعار بنسبة ٧٢٪. وقد بدأ الانخفاض في مؤشر أسعار أسهم قطاع العقار في ماليزيا عام ١٩٩٤ بنسبة ٣٥٪، ثم عاود الانخفاض في عام ١٩٩٥ بنسبة ١٧٪، وقد حقق ارتفاعا ملحوظا عام ١٩٩٦ حيث ارتفع بنسبة ٤٧,٧٪، وكان الانهيار حادا عام ١٩٩٧ حيث بلغ تراجع المؤشر حوالي ٧٨,٦٪. وفي تايلاند تراجع مؤشر أسعار قطاع العقار في سوق الأسهم عام ١٩٩٤ وإن كان تراجعا ضعيفا واستمر التراجع حتى عام ١٩٩٦، ولكن كان التراجع عام ١٩٩٧ حادا حيث بلغ ٩٣٪ مقارنة بانخفاض نسبته ٥٠٪ عام ١٩٩٦، وسارت الفلين على ذات النمط وإن كانت قد حققت ارتفاعا عام ١٩٩٦ بعد انخفاض ضعيف للغاية بدأ منذ عام ١٩٩٥.

G. Corsetti, P. Pesenti, N. Ranbini, "What caused....", Part I, Opcit Table 11, انظر Statistical Appendix.

H. J. Edison etal, Opcit, Table I, P. 4. - ٢٥

IMF, "World Economic Outlook", October 1998, Opcit P.86 - ٢٦

Capital Intelligence, "Country Banking Report: Banking Supervision, — ٢٧ Thailand", June 1997, Cyprus P.35.

IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998, OpCit P. 87. — ٢٨

٢٩ - تشير دراسة كابيتال إنتلجنس عن البنوك التايلاندية إلى أن نسبة القاعدة الرأسمالية في البنوك التجارية التايلاندية بلغت ٦, ٦٪ - ٨, ٨٪ خلال الفترة ١٩٩٠ - ١٩٩٥ وهي نسبة متدنية للغاية خاصة إذا علمنا أنها تمثل المتوسط .

انظر Capital Intelligence, "Country Banking Report", OpCit, P. 34.

٣٠ - لتفاصيل أكثر انظر UBAF (Seoul Branch), "News Letter", April 2, 1998.

وانظر أيضا بيانات البنك المركزي الكوري حول الأوضاع المالية للبنوك في السنة المالية ١٩٩٧ وهي بيانات تقدم لأول مرة بعد الاتفاق مع صندوق النقد الدولي .

Bank Watch, "Banking System Update", Bank of Korea Release Asset quality, March 2, 1998. Sydney 1998.

٣١ - للتعرف على ربحية البنوك المختلفة ونفقات التشغيل انظر

UBAF (Seoul Branch), "News Letter", April 2, 1998, OpCit.

٣٢ - A. Demircuc - Kunt, E. Detra Giache, "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", IMF staff papers. March 1998, PP 81 - 110.

G. Kaminsky. S. Lizardo, C. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crisis", PP1-48.

٣٣ - A. Demircuc - Kunt et al opCit PP 81-82.

Nomura Research Institute, "Quarterly Economic Review", Vol.28, No.1, Feb. — ٣٤ 1998, P.8.

٣٥ - انظر حديث السيد / صالح محمد اليوسف - رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب إلى وكالة الأنباء الكويتية (كونا) والمنشور في جريدة السياسة الكويتية في ٣٠ / ٦ / ١٩٩٩ حول الأزمة المصرفية وبناء جهاز الإنذار المبكر .

انظر أيضا IMF, "World Economic Outlook. Oct. 1998, opCit P.96.

٣٦ - IMF, "World Economic Outlook", May 1998 opCit, Table 14, P.7-٣٦

الملحق الإحصائي  
الفصل الخامس  
جدول رقم (1)

رصيد الإقراض المصرفي لدول الأزمة  
وهيكل آجال استحقاقه والقطاع المقرض \*

(1994 - 1993)

السلسلة	التاريخ	(ليون دولار أمريكي) رصيد القروض للقرية	% آجال الاستحقاق				% المسمات المتبقية		قطاع عام وأخرى
			أقل من سنة	من سنة إلى سنتين	أكثر من سنتين (1)	بـ سنة	غير بـسنة (2)	بـ سنة	
تجارة دولية	ديسمبر 1994	43.9	70.6	4.8	24.6	32.1	61.5	6.4	6.4
	ديسمبر 1995	63.0	69.8	5.6	24.6	33.0	62.5	4.5	4.5
	ديسمبر 1996	70.1	65.2	6.2	28.6	36.9	59.6	3.5	3.5
	ديسمبر 1997	58.5	65.8	5.7	28.5	29.9	66.9	3.2	3.2
	ديسمبر 1998	40.7	58.2	7.2	34.6	21.7	73.6	4.7	4.7
	ديسمبر 1994	35.0	60.9	9.7	29.4	22.3	57.7	20.0	20.0
	ديسمبر 1995	44.8	62.3	7.1	30.6	21.8	63.2	15.0	15.0
	ديسمبر 1996	55.5	61.7	38.3		21.2	66.2	12.5	12.5
	ديسمبر 1997	58.0	60.5	6.4	33.1	68.5	68.5	11.7	11.7
	ديسمبر 1998	44.8	52.7	47.3		11.5	73.6	14.9	14.9
إندونيسيا									

8.8	25.8	65.4	24.0	5.1	70.9	56.6	ديسمبر 1994	كوريا الجنوبية
6.7	25.7	67.6	26.7	3.4	69.9	77.4	ديسمبر 1995	
5.7	28.3	65.9	32.5		67.5	100.0	ديسمبر 1996	
4.4	36.4	59.2	31.6	5.6	62.8	93.7	ديسمبر 1997	
8.3	34.7	52.9	54.7		45.3	65.3	ديسمبر 1998	
17.8	53.3	28.9	44.9	6.2	48.9	13.5	ديسمبر 1994	ماليزيا
13.1	60.7	26.2	45.9	7.1	47.0	16.8	ديسمبر 1995	
9.0	61.8	29.2	49.7		50.3	22.2	ديسمبر 1996	
6.2	58.2	35.5	43.8	3.4	52.8	27.3	ديسمبر 1997	
12.8	59.4	27.6	55.5		44.5	20.8	ديسمبر 1998	
38.2	36.8	25	49.4	3.5	47.1	6.8	ديسمبر 1994	الهند
31.3	41.0	27.7	46.4	4.2	49.4	8.3	ديسمبر 1995	
14.0	40.2	44.8	41.3	4.1	54.6	14.5	ديسمبر 1996	
12.2	42.6	45.2	37.4	2.2	60.4	19.7	ديسمبر 1997	
12.6	42.3	45.1	38.6	4.8	56.6	17.5	ديسمبر 1998	

المصدر : BIS, "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, second half 1995. Basle June 1996, and : BIS, "International Banking and Financial Market Development", A BIS quarterly review, March 199, and BIS Press Release, "Consolidated International Banking Statistics for end 1998. Ref. No. 21/1999 E June. 1999.

- (1) تشمل سجن فاكر وكلاك الجزء غير المصنف.
- (2) تشمل كل وحدات قطاع الأعمال بما فيها المؤسسات المالية غير المصرفية.
- \* تشمل الممتلكات غير المنقولة (الإراض) لبنوك منطقة بنك الفويات الدولية للول خارج هذه المنطقة حسب أجل الاستحقاق والفرصة القروية، وأنشأ بعد استبعاد اذواج الحساب. وتشمل مطالبات فرع البنوك الدولية في هذه الدول بالعملة الأجنبية، ونتيجة لاستبعاد اذواج الحساب فإن هذه الممتلكات تقل عن الإراض المصرفي كما هو وارد في الجدول رقم (6) في الملحق الإحصائي بالعدد الرابع.

**الملحق الإحصائي  
للفصل الخامس  
جدول رقم (2)**

الإقراض المصرفي الدولي حسب جنسية البنك المقرض  
وجنسية المؤسسات المقرضة (نهاية ديسمبر عام 1996)  
(بليون دولار أمريكي)

القرض / المقرض	إجمالي البرك المالية *	الولايات المتحدة الأمريكية	إنجلترا	ألمانيا	اليابان	فرنسا	أخرى
(1) العالم	993.134	130.053	68.325	173.101	169.699	99.867	352.09
(2) أفريقيا	367.056	34.241	26.410	41.717	118.576	37.951	108.16
إفريقيا	55.523	5.279	3.834	5.508	22.035	4.463	14.40
كوريا الجنوبية	99.953	9.355	5.643	9.977	24.324	8.887	41.77
ماليزيا	22.231	2.337	1.417	3.857	8.210	2.641	3.77
تايلاند	70.181	5.049	3.128	6.914	37.525	4.583	12.98
الفلبين	13.289	3.902	1.173	1.820	1.558	1.873	2.96

BIS, "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending",  
Second half 1996, Basle, July 1997, pp 16-19.  
\* بورك منطقة القروض الدولية تشمل بورك الدول الصناعية العشر الرئيسية بورك النسا والمفارك وفرنسا وألمانيا وكندا بورك كندا وكندا وفرنسا بورك الدول الأفريقية

الملحق الإحصائي  
للفصل الخامس  
جدول رقم (3)  
نسبة الائتمان المصرفي \* إلى  
النتائج المحلي الإجمالي  
%

الدولة / القسم	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1997
إندونيسيا	5	9	21	10	18	47	53	57
تايلاند	14	18	26	30	46	65	98	105
ماليزيا	13	18	27	38	62	71	85	95
كوريا الجنوبية	11	34	35	42	49	57	61	64
الفلبين	19	19	24	31	20	19	38	52
الولايات المتحدة	53	55	62	65	68	71	65	65

المصدر: السجلات من 1990 إلى 1995 مأخوذة من IMF "World Economic Outlook", October 1998.  
Washington D C, Table 3 & p. 93.

لما طبقت عن عام 1997 فمأخوذة من BIS, "68<sup>th</sup> Annual Report", Basle 8<sup>th</sup> June 1998, Table 711.1, p. 119.  
\* يشمل الإقراض بواسطة السلطات النقدية وبنوك الودائع وبنوك لا تشمل الإقراض المؤسسات المالية غير المصرفية، حيث لا تتوفر عنها بيانات كافية.

الملحق الإحصائي  
للفصل الخامس  
جدول رقم (4)

معدل النمو السنوي للإقراض  
للقطاع الخاص \*

%

الدولة / المقام	1991	1992	1993	1994	1995	1996
إندونيسيا	16.7	11.4	25.5	23.0	22.6	21.4
ماليزيا	-	-	12.1	16.5	29.7	28.9
الفلبين	7.3	25.4	39.6	26.5	45.2	48.7
تايلاند	22.7	24.8	26.3	31.2	26.0	13.7
كوريا	20.9	19.6	21.8	21.6	19.2	17.0

المصدر : S. Radalet & J. Sachs, "The Onset of the East Asian Crisis,"  
NBER, Working paper No 6680, Statistical Appendix, Table 11.

• تميل مطالب النظام المالي على القطاع الخاص ولا تقتصر على الإقراض المصرفي وحده .

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الخامس**  
**جدول رقم (5)**

هيكل المديونية لوحدات  
قطاع الأعمال المنظم  
في دول الأزمة الآسيوية  
عام 1996

% المديونية الداخلية		% المديونية الخارجية		الدولة
قصير المدى	طويل المدى	قصير المدى	طويل المدى	
28.5	31.4	19.6	20.5	إندونيسيا
25.8	27.7	17.0	29.4	كوريا
21.2	35.7	11.0	32.1	ماليزيا
33.5	25.5	21.3	19.7	الفلبين
26.1	32.0	12.3	29.6	تايلاند

المصدر : Asian Development Bank "Asian Development Outlook 1999", Financial Crises In Asia, 27, Table 1.5.

\* على أساس عينة من 5500 شركة آسيوية.

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الخامس**  
**جدول رقم (6)**

الأصول غير المنتظمة والقاعدة الرأسمالية  
للجهاز المصرفي في دول الأزمة %  
1997

الدولة	نسبة الأصول غير المنتظمة (1)	نسبة الأصول غير المنتظمة (2)	القاعدة الرأسمالية %
إندونيسيا	11.0	12.9	10-8
ماليزيا	7.5	9.9	14-8
الفلبين	5.5	14.0	18-15
كوريا	16.0	8.4	10-6
تايلاند	15.0	13.3	10-6
هونغ كونج	1.5	3.4	20-15
سنغافورة	3.5	4.0	22-18
الولايات المتحدة*	1%-4%	1%-4%	-

المصادر : نسبة الأصول غير المنتظمة رقم (1) ونسبة القاعدة الرأسمالية مأخوذة من J. P. Morgan "Asian Financial Markets", Quarter 1, 1998, 16 th January 1998, P. 7.

أما الأصول غير المنتظمة رقم (2) فمأخوذة من G. Corsetti, P. Pesenti, N. Raubini, "Fundamental determinants of the Asian Crisis: A preliminary Assessment", Paper Presented to the JIMF- Fordham University Conference on "Perspectives on the Financial Crisis in Asia", revised version, November 1998, Table 1. See also appendix for method of calculation.

\* النسبة المعتادة في الولايات المتحدة هي 1% وقد وصلت إلى 4% في الثمانينيات في أثناء أزمة البنوك (مؤسسات الإيداع والإقراض - S&L) أنظر BIS, "67<sup>th</sup> Annual Report", April 1996, March 1997, Basle June 1997, Table VI.5, P. 107.

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الخامس**  
**جدول رقم (7)**

**أداء البنوك الكورية**

مؤشر الأداء		الأصول غير المنتظمة 1		الأصول السيئة - غير القابلة		نسبة بنك التسويات الدولية 3	
%		للتنصيل 2					
اسم البنك	97 - 9	97 - 12	96	97	معايير مكتب مراقبة	معايير صندوق	البنك الدولي
CHB	6.3	7.0	0.6	2.4	9.02	6.5	
CBK	5.3	4.8	0.4	1.4	9.54	7.62	
KFH	16.7	11.4	1.2	5.5	0.98	2.7-	
HANIL	2.8	3.6	0.7	1.7	8.94	6.9	
SEOUL	15.1	10.3	2.4	6.1	6.39	0.97	
KEB	5.7	5.7	0.7	1.4	8.63	6.79	
KOOKMIN	3.4	3.2	0.4	1.1	10.77	9.78	
HOUSING	1.9	2.0	0.3	0.7	10.29	10.29	
SHINHAN	4.1	4.1	0.8	1.6	10.80	10.29	
KORAM	2.3	3.4	0.6	1.8	9.16	8.57	
DONGWHA	6.5	7.9	1.0	4.5	9.51	5.34	
DONGNAM	4.9	5.7	0.7	2.0	8.06	4.54	
DAEDONG	7.5	9.6	1.1	5.0	7.43	2.98	
HANA	1.7	2.4	0.1	0.9	9.29	9.29	
BORAM	3.9	3.2	0.2	1.8	10.81	9.32	
PEACE	4.2	4.5	1.1	2.3	8.59	5.45	
DAEGU	7.7	8.4	0.8	3.3	11.76	11.28	
PUSAN	7.1	8.4	0.6	3.5	10.08	9.66	
CHUNGCHUNG	11.6	12.5	1.4	7.0	8.39	7.05	
KWANGJU	7.2	8.1	1.2	4.6	11.64	10.65	
CHEJU	14.8	21.4	0.9	17.8	14.97	12.13	
KYUNGKI	7.7	9.7	0.6	5.7	8.43	6.69	
JEONBUK	10.5	14.9	1.2	7.0	13.37	13.27	
KANGWOM	5.4	18.3	0.9	16.2	8.11	5.37	
KYUNGNAM	6.0	7.3	0.7	4.2	13.30	12.27	
CHUNGBUK	5.3	11.3	1.7	9.1	6.97	5.92	

- (1) الأصول غير المنتظمة نسبة من جملة الأصول وهي تشمل في ضمنها الأصول السيئة أو غير القابلة للتحصيل.
- (2) الأصول السيئة هي الأصول غير القابلة للتحصيل ولابد من شطبها .
- (3) هي نسبة القاعدة الرأسمالية إلى جملة الأصول طبقاً لمعيار بازل لبنك التسويات الدولية - وقد حسب طبقاً لمعيار مكتب الإشراف على البنوك (OBS) في كوريا وطبقاً لمعيار صندوق النقد الدولي .

المصدر : UBAF, Seoul Branch, "News Letter", Seoul April 2, 1998

**الملحق الإحصائي**  
**الفصل الخامس**  
**جدول رقم (8)**

**أداء بعض البنوك في تايلاند**

نسبة الكفاءة الرأسمالية طبقاً للبنك التسويات الدولية	نسبة القروض غير المنتظمة			الأداء اسم البنك
	30 يوليو 1998	31 ديسمبر 1997	30 يوليو 1997	
31 ديسمبر 1997				
11.7	9.5	16.8	8.1	<b>بنوك خاصة كبيرة</b> Bangkok Bank
11.6	23.3	17.3	7.4	Thai Formers Bank
				<b>بنوك صغيرة ومتوسطة</b>
9.6	20.0	11.7	5.9	Siam Comm. Bank
9.1	16.9	13.6	6.0	Bank of Ayudhya
8.7	19.7	15.6	9.3	Thai Military Bank
8.2	22.5	10.6	5.4	Nakornthon Bank
				<b>امتلاك بواسطة بنوك أجنبية</b>
8.4	25.2	12.6	7.9	Bank of Asia
11.5	26.7	14.3	5.3	Thai Dan Bank
				<b>بنوك حكومية</b>
9.0	31.9	21.6	10.3	Krung Thai Bank
(2.2-)	63.2	45.4	4.8	First Bangkok City Bank
صفر	39.7	30.1	7.2	Siam City Bank
9.5	78.0	33.4	16.7	Bangkok Metrop Bank
-	-	30.5	18.1	Bangkok Bank of Comm.
6.5	31.4	24.8	11.9	Union Bank of Bangkok
8.4	47.0	55.9	10.0	Laem Thong Bank

Sumitomo Finance (Asia) limited, Fixed Income Research, "Sector Review", Banking and  
Financed Sectors, Thailand, September 18, 1998, P. 9.

المصدر:

## الفصل السادس العوامل التي ساعدت على استفحال الأزمة

(أ) مقدمة :

ناقشنا في الفصول السابقة طبيعة الأزمة وأسبابها والعوامل المسؤولة عنها وهي الاختلالات الهيكلية ورخاوة النظام المالي متمثلا في جوانب الضعف الهيكلي في الجهاز المصرفي في هذه الدول . وفي هذا الفصل نتعرض إلى العوامل التي ساعدت على تعميق الأزمة واستفحالها ، وهي موقف المؤسسات الدولية وسلوكها خاصة صندوق النقد الدولي ، ودور اليابان بوصفها القاطرة الآسيوية ، ودور حكومات هذه الدول ، والدور الذي لعبه المضاربون أو عمليات المضاربة ، ثم نفرد جزءا خاصا لموضوع إدارة السيولة الدولية للنظم المالية في دول الأزمة ، وسوف نتناول كلا من هذه العوامل على التوالي .

( ب ) دور المؤسسات الدولية :

يثير دور المؤسسات الدولية ، خاصة صندوق النقد الدولي ، خلافا كبيرا . وحقيقة الأمر أن دول الأزمة الآسيوية الخمس كانت هي الطفل المدلل لمؤسسات بريتون دورز وهما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي . وقد أصدر البنك الدولي عام ١٩٩٣ كتابا بعنوان « المعجزة الآسيوية » ، كما أن الإشادة من جانب الصندوق بنجاح هذه التجارب والنظر إليها باعتبارها نموذجا تنمويا كانت دائمة التكرار ، ولعل الدليل على ذلك أنه حتى بعد اندلاع الأزمة ، كانت توقعات الصندوق للنمو في دول الأزمة عام ١٩٩٨

موجبة . ولكن ما يهمننا هنا هو دور هذه المؤسسات وخاصة الصندوق بعد الأزمة . إذ يرى البعض (جفري ساكس) أن صندوق النقد الدولي «قد أفسد بتدخله في شرق آسيا ، حيث عجز عن فهم طبيعة الأزمة ولم يستوعبها ، وساهم من جانبه في تفاقم الذعر الذي ساد الأسواق المالية ، وأجبر حكومات تلك المنطقة على تحمل مسئولية سداد ديون القطاع الخاص (المصرفي وغير المصرفي) إلى البنوك العالمية الدائنة ، وقد تم كل ذلك تحت شعار الإصلاح»<sup>(١)</sup> . وتشير العديد من الكتابات إلى أن أخطاء الصندوق لا تعود فقط إلى الأزمة وكيفية استيعابه لطبيعتها ، ولكنها تعود إلى ما قبل ذلك بكثير ، ذلك أن التطور في هذه الدول وسياساتها الاقتصادية تمت تحت سمع وبصر المؤسسات الدولية بما فيها الصندوق ، وعمليات تحرير حساب رأس المال والوصول إلى القابلية الكاملة للتحويل لهذا الحساب في السنوات الأولى من التسعينيات إنما تمت نتيجة لنصيحة الصندوق ومباركة البنك الدولي . ولقد تبين بما لا يدع مجالا للشك في أن تحرير حساب رأس المال قد تم قبل أن يكون النظام المالي - وخاصة القطاع المصرفي - في هذه البلدان مستعدا لهذه الخطوة التحريرية الكبيرة ، وهو أمر سوف نعود إليه فيما بعد . ويعترف المسؤولون في الصندوق أن التحرير قد تم بجراجات كبيرة ولم تكن هذه الاقتصادات ناضجة تماما لاستيعابه ، وكان من الواجب أن يتم بجراجات صغيرة مع الاحتفاظ ببعض أنواع الرقابة والقيود التي تحول دون غرق هذه البلاد في فيضان تدفق وانسحاب رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل<sup>(٢)</sup>.

وما يهمننا هنا هو سلوك وتصرفات ونصائح صندوق النقد الدولي بعد الأزمة . ولعل أخطر هذه النصائح وأشدّها أثرا هو دفع هذه البلاد إلى رفع أسعار الفائدة في مواجهة الانهيار الحاد في أسعار صرف عملاتها ، وذلك بحجة الدفاع عن سعر الصرف ووقف تدهوره من خلال زيادة جاذبية الأدوات المالية المقومة بالعملة المحلية . ولكن بدلا من قيام الصندوق بدور رجل الإطفاء - وهو الدور الذي يدعيه دائما لنفسه - كان هو من سكب الزيت على النار . ذلك أن رفع أسعار الفائدة في وقت شيوع الذعر المالي من شأنه أن يزيد الأمور تدهورا وهو ما حدث بالفعل . إذ إن تدهور سعر الصرف أدى إلى صعوبة سداد وحدات قطاع الأعمال لديونها ، وقد ترتب على رفع سعر الفائدة أن زاد الأمر صعوبة شديدة ، مما اضطر وحدات قطاع الأعمال إلى الإخلال بالوفاء بالتزاماتها . فلا وحدات قطاع الأعمال قامت بسداد ديونها ولا البنوك استطاعت استرجاع قروضها ،

وهكذا زاد رصيد القروض غير المنتظمة في محافظ البنوك الائتمانية ، وهو أمر ساعد على زيادة الذعر في الأسواق المالية ودفع بالبنوك الأجنبية إلى محاولة استرداد قروضها وبالمستثمرين إلى الخروج من العملة المحلية مما دفع إلى تدهورها أكثر فأكثر .

كذلك فإن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال مما يجد من الاقتراض ويؤثر بالتالي في الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري ومن ثم في إيقاع الطلب المحلي ، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تراخي حركة النشاط الاقتصادي وانكماشها ، مما يترتب عليه زيادة صعوبة سداد وحدات قطاع الأعمال لقروضها وهو ما يزيد وضع البنوك تازما ، ويغذي موجة الذعر السائدة في الأسواق المالية . وتجربة الثلاثينيات الفاشلة في تبني سياسة نقدية متشددة ، وتجربة أكتوبر ١٩٨٧ الناجحة ، كان يجب أن تكون أمام أعين المؤسسات الدولية عند إسدائها لنصائحها ، فتبني سياسة نقدية متشددة (بها فيها رفع أسعار الفائدة) أدى إلى تدهور موقف البنوك وتدهور الوضع الاقتصادي برمته في الثلاثينيات ، ونجاح تجربة الثلاثينيات (١٩٨٧) إنها يعود إلى ضخ كميات كبيرة من السيولة في السوق وتبني سياسة نقدية سهلة بها فيها تخفيض أسعار الفائدة خاصة في المرحلة الأولى من الأزمة .

ويدعي الصندوق في دفاعه عن موقفه<sup>(٣)</sup> أن رفع أسعار الفائدة كانت ضرورية في البداية لوقف التدهور ، وأنه سرعان ما اتجهت نحو الانخفاض ، ولكن حقيقة الأمر أن رفع أسعار الفائدة قد امتد إلى فترة زمنية كانت كافية لتحقيق الدمار . كذلك فإن استخدام سعر الفائدة كأداة للدفاع عن سعر صرف العملة وتغيير اتجاه حركة رؤوس الأموال يثير العديد من المشاكل ، لعل من أهمها المدى الذي يجب أن ترتفع إليه أسعار الفائدة لتؤثر في تغيير اتجاه حركة رؤوس الأموال . ذلك أن رفع سعر الفائدة يثير توقعات المستثمرين باحتمالات الارتفاع مرة أخرى ، وبالتالي فإن المستثمرين لن يغيروا من سلوكهم إلا إذا اقتنعوا فعلا أن أسعار الفائدة قد وصلت إلى ذروتها<sup>(٤)</sup> . ولعل خبرة شيلي في الثلاثينيات تؤكد هذه الحقيقة ، ذلك أن رؤوس الأموال بدأت تتجه نحو الأدوات المالية المقومة بالعملة الشيلية بعد أن بدأت أسعار الفائدة تتجه نحو الانخفاض ، إذ اقتنع المستثمرون حينذاك أن أسعار الفائدة قد وصلت إلى الذروة ولا يوجد مجال لارتفاعها مرة أخرى . والواقع أن تحديد هذا المدى الذي يجب أن ترتفع إليه

أسعار الفائدة لتصبح قادرة على التأثير في حركة رؤوس الأموال وقرارات المستثمرين من الصعوبة بمكان وأن الآثار السلبية لهذا الارتفاع قد تكون مدمرة .

أما الانتقادات الأخرى التي توجه إلى الصندوق فتتمثل في ربط برنامج الإنقاذ بعدد من الإصلاحات التي ساعدت على هروب المستثمرين من المنطقة ، أما هذه الإجراءات فهي إغلاق وتصفية العديد من البنوك والمؤسسات المالية التي تعاني من ضعف وتعثر ، ولعل المشكلة هي اتخاذ هذه الإجراءات في ظل غياب نظام لضمان وتأمين ودائع الأفراد لدى البنوك والمؤسسات المالية مما أدى إلى انتشار عدوى هجوم المودعين وتزاحمهم لسحب ودائعهم من البنوك وهو ما هدد النظام المالي كله<sup>(٥)</sup> . فقد طلب الصندوق إيقاف ٥٧ شركة مالية في تايلاند ، وإغلاق ستة بنوك تجارية في إندونيسيا ، و ١٤ بنكا استثماريا في كوريا . وهو بهذه الخطوة ساعد على خلق حالة من جفاف أو ندرة الائتمان . ففي نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وبعد انخفاض سعر صرف الوون الكوري بما يقرب من ٥٠٪ فقد واجهت العديد من الوحدات الإنتاجية صعوبة التصدير نظرا لصعوبة الحصول على الائتمان اللازم لتمويل عمليات التجارة الخارجية لها . ذلك أن إغلاق هذه المصارف خلق حالة من الذعر لدى المصارف الأخرى دفعت بها إلى التردد في منح الائتمان خوفا من مواجهة صعوبات في المستقبل ، ولا شك في أن إغلاق البنوك والشركات المالية ساعد على تعميق موجة الذعر في الأسواق المالية وساعد على زيادة موجات الهروب والتخلص من الأدوات المالية المقومة بالعملة المحلية ، هذا بجانب تصاعد موجات هروب المودعين خوفا من عدم إمكانية تحقيق هذا الهروب في المستقبل ، باختصار شديد أدت هذه السياسة إلى خلق أزمة ثقة أدت تداعياتها إلى الإسراع بانتهاء وتدهور الأوضاع في هذه البلاد وأسواقها المالية . والغريب في الأمر أن أحد العوامل التي ساعدت على تعاظم الأزمة العالمية وتعمقها في الثلاثينيات هو القيام بإغلاق وتصفية عدد من البنوك ، مما أدى إلى انتشار عدوى الذعر في الأسواق المالية . ويقارن البعض بين موقف صندوق النقد الدولي تجاه البنوك والمؤسسات المالية في دول الأزمة الآسيوية وبين موقف بنك الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) تجاه صندوق التغطية أو التحوط الاستثماري المعروف باسم (LTCM)<sup>(\*)</sup>، حيث قام بنك الاحتياط

---

\* Long Term Capital Management.

الفيدرالي بجمع دائني الصندوق من البنوك لتمويل برنامج إنقاذ للصندوق لمواجهة الخسائر الضخمة التي حققها ولا تتشاله من كبوته بدلا من تركه لعملية التصفية والإفلاس التي كان ممكنا أن تولد آثارا مضاعفة على السوق المالي الأمريكي والأسواق المالية الدولية . وفي مواجهة تمويل برنامج الإنقاذ تحولت مديونية هذه البنوك إلى نصيب في رأس مال الصندوق ، أي تحويل الدين إلى نصيب في رأس المال ، ومن ثم أصبح من صالح هذه البنوك نجاح الصندوق . ولا شك في أن المطلوب في حالة البنوك وشركات المال الآسيوية كان إجراء مماثلا ، فما كانت تحتاجه هذه المؤسسات هو ضخ كمية من السيولة فيها لمساعدتها ، وإعادة بناء قاعدتها الرأسمالية ، أو إعادة هيكلتها أو دخولها في عملية دمج أو استملاك مع بنوك أكبر وأكثر كفاءة . . . إلخ .

الانتقاد الثالث الذي يوجه إلى سياسات الصندوق تجاه هذه الدول هو فرض برنامج تقشف من شأنه تبني سياسة مالية متشددة تنطوي على تخفيض الإنفاق العام ، وذلك في دول كانت تتسم أغلبها بمالية عامة متوازنة ، حيث لم تعان أي منها من عجز متفاقم أو مزمن في الموازنة العامة ، بل العكس ، اتسم بعضها بوجود فائض في الموازنة العامة أو عجز طفيف جدا في السنوات السابقة مباشرة لحدوث الأزمة ، وحتى سنة الأزمة . وحجة الصندوق في هذا أن هذه السياسة التقشفية إنما هي ذات طبيعة مؤقتة تهدف إلى إصلاح سريع للاختلالات السائدة . وحقيقة الأمر أن هذه السياسة أدت إلى تراجع الطلب المحلي في هذه البلاد وهو ما دفعها إلى غياها ب جب من الانكماش الحاد غير مسبوق في تاريخها ، خاصة وأنه جاء في أعقاب انتعاش كبير وامتد عبر فترة طويلة زمنيا . ويرتبط بذلك إجبار صندوق النقد الدولي هذه الدول على أن تتحمل هي أعباء برنامج الإنقاذ الذي يتحمل جريسته في الأساس القطاع الخاص . فبرنامج الإنقاذ لكوريا الذي يصل إلى ٥٧ مليار دولار أمريكي سوف توجه موارده في أغلبها إلى الجهاز المصرفي المحلي ، الذي سيقوم بدوره باستخدامها لسداد ديونه للبنوك الأوروبية والأمريكية واليابانية .

#### ( جـ ) ردود فعل حكومات دول الأزمة :

لعبت دول الأزمة الآسيوية دورا مهما في التمهيد للأزمة ، ودورا في تزايد عمقها بعد أن انفجرت . وهناك سلوكيات مشتركة بين دول الأزمة ، وهناك سلوكيات خاصة بكل

دولة على حدة ، وسوف نركز بصورة أساسية على الشكل أو النوع الأول من السلوك ، ويرى البعض أن دول الأزمة كانت شريكا لصندوق النقد الدولي فيما أوحى به من سياسات ، وإن كان الرد الطبيعي على هذا الادعاء هو أن تلك الدول لم تكن في موقع تستطيع فيه رفض مقترحات الصندوق ، ذلك أن تلك المقترحات جاءت مرتبطة ببرنامج الإنقاذ Bailout Program . وبجانب أخطاء الحكومات في الضغط من أجل رفع معدل الاستثمارات بما يفوق معدلات الادخار المحلية المرتفعة بهدف تحقيق معدلات نمو مرتفعة كهدف سياسي استراتيجي ، وبجانب اتخاذ الإجراءات والأدوات اللازمة لتشجيع الاستثمارات في بعض مشروعات « السمعة » دون اهتمام بالجدوى الاقتصادية أو العائد على المشروع ، فإن أهم الأخطاء التي ارتكبتها الحكومات بعد انفجار الأزمة إنما يتمثل في خطأين أساسيين . أما الخطأ الأول فيمكن في استخدام احتياطي النقد الأجنبي الرسمي في الدفاع عن سعر الصرف . ذلك أن استخدام جزء من هذا الاحتياطي في الأوقات العادية لضمان بقاء تحركات سعر الصرف في حدود معينة within the Band يعتبر أمراً مقبولاً ، أما استخدام رصيد هذا الاحتياطي في الدفاع عن سعر صرف العملة الوطنية في وقت الهروب من العملة المحلية في شكل موجات كبيرة أي في وقت تصاعد الضغوط على العملة المحلية رغبة في التخلص من الأصول المحلية المقومة بها يعتبر أمراً محفوفاً بالمخاطر وينطوي على نتائج وخيمة . ولقد أثبتت تجربة الأزمة الآسيوية هذه الحقيقة ، إذ تآكل رصيد الاحتياطي لدى هذه الدول في فترة زمنية قصيرة نسبياً ، ولعل أهمية هذا القول إنما تكمن في أن الأزمة الآسيوية قد بينت بما لا يدع مجالاً للشك في أن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية ، هي من أهم بل هي أهم المؤشرات التي يتابعها المستثمرون والمضاربون في الأسواق المالية المحلية ، وأن أي اختلال أو انهيار في هذا المؤشر يؤدي إلى سباق سريع للتخلص من الأصول المالية وغير المالية المقومة بالعملية المحلية ، ومن ثم الإسراع بوتيرة انهيار سعر الصرف للعملية المحلية ، وهو ما حدث بالفعل في دول شرق وجنوب شرق آسيا . وسوف نعود إلى هذا الموضوع عند التطرق لموضوع إدارة السيولة الدولية . ولعل تجربة دول آسيا هي التي أوحى إلى الكثيرين بالإشارة إلى أنه في حالة تدهور سعر الصرف نتيجة لتزاحم المستثمرين والمضاربين على الخروج من العملة المحلية ، فإن أفضل سبيل هو تعويم سعر صرف العملة المحلية وعدم التدخل سواء برفع سعر الفائدة أو باستخدام رصيد احتياطي العملات الأجنبية .

ومن العوامل المهمة المؤثرة في مسار الأزمة هو رد فعل الحكومات وسلطات تلك الدول في أيامها الأولى . فلا يختلف اثنان على خطأ السرعة والعجلة التي تم بها تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في تلك الدول دونما ترتيبات تصاحب ذلك من شأنها تنظيم دخول وخروج رؤوس الأموال قصيرة الأجل (بهدف المضاربة) ، مثال ذلك الترتيبات التي اتخذتها شيلي والأرجنتين في الثمانينيات ، كذلك فإن فتح الباب على مصراعيه لدخول رؤوس الأموال دون ترتيبات متعلقة بالجهاز المصرفي المحلي إنما هو أمر ينطوي على مخاطر جمة . ولاشك في أن الجميع يكاد يتفق على ضرورة الرقابة والتنظيم لعمليات حساب رأس المال لميزان المدفوعات . ولكن المشكلة هي التدخل لفرض هذه الرقابة والتنظيم ، أو فرض نوع من القيود في أثناء الأزمة ، ذلك أن مثل هذا الإجراء قد يكون من شأنه زيادة النار اشتعالا ، بمعنى أن يكون كمن صب الزيت على النار ليزيدها اشتعالا . ذلك أن إدخال هذه القيود في أثناء الأزمة سوف يعمق من أزمة الثقة ويدفع إلى تزامم المستثمرين والمضاربين على التخلص من أصولهم المقومة بالعملة المحلية والهروب إلى أسواق مالية أكثر أمنا . فلا شك في أن تحرير حساب رأس المال كاملا قد تم قبل أوانه وقبل أن تنضج الظروف اللازمة لذلك ، وأنه كان ولا بد أن يصاحب التحرير على جرعات ترتيبات تنظيمية تحول دون حدوث المشاكل الناجمة عن تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، كما نرى أنه لابد من إدخال بعض الترتيبات الآن على حساب رأس المال لكن وجه اعتراضنا هو القيام بهذه الترتيبات تحت ضغط زعر الأزمة وفي أثناءها إذ سوف يترتب على ذلك فشل الهدف منها . وعلى سبيل المثال تدخلت الحكومة الماليزية في عمل آلية السوق فقامت بمنع أنواع التعامل في الأسهم المعروفة باسم (Short-Selling) مما ترتب عليه صعوبة خروج المستثمرين والمتعاملين الأجانب من السوق فخلق بذلك لديهم الشعور بوجودهم في مصيدة غير قادرين على الفكك منها ، بجانب ذلك قامت الحكومة الماليزية بشراء الأسهم بسعر أعلى من سعر الإقفال ، وقصرت تلك الميزة على الماليزيين . وقامت الحكومة التاييلاندية بمنع بعض أنواع التعامل بالنقد الأجنبي ، وقامت كوريا الجنوبية بمنع حيازة النقد الأجنبي بغرض التعامل في سوق العقار . ولاشك في أن هذه الإجراءات على الرغم من كونها قد لا تبدو عميقة الأثر إلا أن خطورتها تكمن في إشعار المتعاملين في الأسواق المالية أن قواعد اللعبة قد تغيرت ، وبالتالي فإن الحل الأمثل في مثل هذه الحالة هو ترك آلية السوق تؤدي دورها حتى تصل المتغيرات إلى قيمتها التوازنية الجديدة .

كذلك من الأمور التي تؤخذ على الحكومات في هذه الدول تمسكها بنظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار بعد عام ١٩٩٦ ، وهو العام الذي انهارت فيه معدلات نمو الصادرات في هذه الدول وتراجعت قدرتها التنافسية .

#### ( د ) اليابان والأزمة الآسيوية :

قد يبدو هذا العنوان مضللاً بعض الشيء ، إذ قد يوحي بأن اليابان قد لعبت دوراً في انفجار الأزمة أو تعمقها ، أي زيادة حدتها وسرعتها بعد انفجارها ، بمعنى أن هناك سياسات اتخذتها الحكومة اليابانية أو خطوات أسرعت بحدوث الأزمة أو زادت من حدتها . وليس هذا هو الواقع ولا هو الانطباع الذي نريد أن يستقر في ذهن القارئ ، ما نريد التأكيد عليه أن اليابان تعاني من انكماش حاد منذ السنوات الأولى من التسعينيات ، وإذا كان الاقتصاد الياباني قد أظهر تحسناً مفاجئاً عام ١٩٩٦ إلا أنه عاد إلى الانحدار في غياب الانكماش مرة أخرى عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ . وأن هذه الحالة من التراخي والانكماش في حركة النشاط الاقتصادي الياباني كانت حرج عثرة وعقبة كئوداً أمام انتشار دول الأزمة الآسيوية من كبوتها ، ولو كانت دورة الانتعاش التي سادت الاقتصاد الياباني في الثمانينيات استمرت حتى سنوات الأزمة الآسيوية لخففت من حدة تدهور هذه الاقتصاديات .

فالاقتصاد الياباني يمكن النظر إليه باعتباره قاطرة الاقتصاد الآسيوي ، بمعنى أن نشاطه وحركته تجر وراءه بقية الاقتصاد الآسيوي ، كما أن انتعاش الاقتصاديات الآسيوية يؤثر إيجاباً في حركة الاقتصاد الياباني ، وإن كان التأثير الأول أقوى وأكثر فاعلية . فالإقتصاد الياباني يفوق في حجمه مجموع الاقتصادات الآسيوية جميعاً بل قد يصل إلى ضعفها ، كما يزيد على خمسة أضعاف حجم اقتصاديات دول الأزمة الآسيوية الخمس (كوريا ، تايلاند ، ماليزيا ، إندونيسيا ، الفلبين)<sup>(٦)</sup> . وتتجه أكثر من ٤٠٪ من الصادرات اليابانية نحو آسيا ، في حين تبلغ الواردات الآسيوية ٣٠٪ من مجموع الواردات اليابانية . وتلعب دول آسيا دوراً مهماً في الواردات الصناعية اليابانية ، ففيما بين عامي ١٩٧٥ و ١٩٩٢ زاد نصيب الواردات الصناعية في إجمالي الواردات اليابانية من ٢٠،٣٪ إلى ٥٠،٢٪<sup>(٧)</sup> ، وبلغت هذه النسبة ٦٠٪ عام ١٩٩٦ ، وتبلغ الواردات

الصناعية من الدول الآسيوية ما يزيد على ٥٠٪ من الواردات الصناعية اليابانية ، وقد تغير هيكل الواردات الصناعية اليابانية من آسيا ، حيث كانت الواردات الصناعية من آسيا منخفضة القيمة المضافة ثم تحولت إلى واردات عالية القيمة المضافة ، ففي عام ١٩٨٨ كانت الواردات من المنسوجات حوالي ٢٩٪ والمنتجات الخشبية ٢٤٪ ، وقد تصاعد نصيب الآلات والمعدات المستوردة من آسيا من ١٨٪ عام ١٩٨٩ إلى ٣٩٪ عام ١٩٩٥.

ومنذ اجتماع البلازا في سبتمبر من عام ١٩٨٤ حيث بدأ سعر صرف الدولار في الاتجاه نحو الهبوط في حين بدأت الحركة السعودية في سعر صرف الين بدأت الشركات الصناعية اليابانية في نقل جزء من مصانعها إلى دول التكلفة المنخفضة والمنافسة العالية في آسيا . ولا شك في أن تصاعد سعر صرف الين في عام ١٩٩٣ كان نقطة تحول ثانية في هذا الاتجاه ، وفي النصف الأول من عام ١٩٩٥ بلغت الاستثمارات اليابانية المباشرة في آسيا حوالي ٥٠٪ من جملة الاستثمارات المباشرة اليابانية<sup>(٨)</sup>.

أما عن دول الأزمة الآسيوية الخمس فتمثل صادرات إندونيسيا إلى اليابان ٩ ، ٢٥٪ من مجموع صادرات إندونيسيا عام ١٩٩٦ ، في حين تصل هذه النسبة إلى ٩ ، ٢٧٪ في حالة كوريا ، بينما تنخفض إلى ٨ ، ١٦٪ في حالة تايلاند ، وتصل إلى ٩ ، ١٧٪ من صادرات الفلبين ، وتبلغ صادرات ماليزيا إلى اليابان ٤ ، ١٣٪ من الصادرات الماليزية . أي أن صادرات هذه الدول تمثل في المتوسط ٤ ، ٢٠٪ من مجموع صادراتها ، في حين تبلغ وارداتها من اليابان ٢٢٪ في المتوسط من وارداتها .

ما سبق يهدف إلى توضيح الترابط المتبادل بين اقتصاديات آسيا وبصورة خاصة دول الأزمة الآسيوية والاقتصاد الياباني حتى يتضح لنا مدى تأثير الانكماش الياباني في زيادة صعوبة انتشار دول الأزمة من السرداب العميق الذي انزلت إليه ، إذ لو تسارعت معدلات نمو الطلب المحلي في اليابان لزاد الطلب على الواردات ، ولوجدت هذه الدول مصدرا مهما لتحريك دولاب الإنتاج فيها . ففي عام ١٩٩٢ انخفض المعدل السنوي لنمو الناتج المحلي الإجمالي في اليابان إلى ١٪ مقارنة بمعدل نمو سنوي نسبته ٨ ، ٣٪ عام ١٩٩١ ومعدل نمو سنوي نسبته ١ ، ٥٪ عام ١٩٩٠ ، ثم استمر تراجع معدل النمو السنوي عام ١٩٩٣ ليصل إلى ٣ ، ٠٪ ثم وصل عامي ١٩٩٤ و ١٩٩٥ إلى معدل نمو

سنوي نسبته ٠,٦٪ و ١,٥٪ على التوالي . ويمثل عام ١٩٩٦ عاما استثنائيا في هذا الاتجاه العام حيث استطاع الاقتصاد الياباني تحقيق معدل سنوي للنمو نسبته ٥٪، إلا أن ذلك كان استثناء للقاعدة ، إذ ما لبث أن تدهور معدل النمو السنوي عام ١٩٩٧ ليصل إلى نسبة ٤,١٪ في حين حقق الناتج المحلي الإجمالي انخفاضا نسبته ٨,٢٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . ولعل معدلات نمو الطلب المحلي الإجمالي تؤكد هذا الاتجاه حيث بلغ معدل النمو السنوي للطلب المحلي الإجمالي - وهو المحدد لحجم الواردات - ٤٥,٠٪ سنويا عام ١٩٩٢ مقارنة بمعدل نمو سنوي نسبته ٣٪ عام ١٩٩١ و ٥,٢٪ عام ١٩٩٠ . ثم اتجه معدل نمو الطلب المحلي عام ١٩٩٣ إلى ١,٠٪ سنويا ، في حين وصل إلى ٩٥,٠٪ سنويا عام ١٩٩٤ ، وإذا كان قد حقق ارتفاعا ملحوظا عامي ١٩٩٥ و ١٩٩٦ ليصل إلى معدل نمو سنوي نسبته ٢,٢٪ و ٥,٦٪ على التوالي ، إلا أنه ما لبث أن تدهور معدل النمو تدهورا شديدا ليصل إلى ١٣,٠٪ سنويا عام ١٩٩٧ ، ثم حقق رقما سالباً عام ١٩٩٩ ، أي انخفض الطلب المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبة ٣,٤٪ . ويعني ذلك أن الطلب على الواردات من الدول الآسيوية قد حقق انخفاضا ملحوظا عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ وهي الأعوام التي كان من المفروض أن يرتفع فيها الطلب المحلي في اليابان ليدفع صادرات دول الأزمة إلى الزيادة من خلال زيادة الطلب على الواردات وهو ما لم يحدث . وعلى الرغم من أن العديد من الكتابات لم تشر إلى هذا العامل باعتباره أحد العوامل التي أثرت في مجرى الأزمة ، إلا أننا ما زلنا نعتبره عاملا مهما .

#### (هـ) المضاربة :

يعرف البعض المضاربة بأنها استغلال حركات غير متوقعة في السوق ، ولذلك يتابع المضاربون حركة تقلبات الأسعار في السوق وبالتالي كلما زادت هذه التقلبات زاد حجم الهامش الذي يحصل عليه المضارب . إلا أن المضارب لا يخلق موقفا بحركته الذاتية ، أي أنه بحركته وسلوكه لا يغير من حركة الاقتصاد ، ولكنه يستغل موقفا لصالحه ، أو يدفع باتجاه حركة من المتوقع حدوثها بل من المؤكد حدوثها . ولذا يتابع المضاربون سلوك تلك الاقتصاديات التي يتناقض مستوى سعر صرفها مثلا مع المؤشرات الاقتصادية الأساسية لها ، بمعنى وجود عجز مزمن ومستمر في ميزان مدفوعاتها مع

استمرار وجود سعر صرف مغالي في قيمته Over-Valued Exchange Rate ، هنا قد يكون من المتوقع بل من المحتم تخفيض سعر صرف العملة المحلية ، وبالتالي قد يساعد المضاربون على تسريع هذا التوجه ثم يعملون على استغلاله . ويطلق البعض على المضارب اصطلاح «المستثمر الاستخراجي Extractive-Investor» ، ذلك أنه يستخرج أرباحه من النشاط المنتج للآخرين «إذ يحاول المستثمر الاستخراجي استغلال تقلبات الأسعار للحصول على جزء من القيمة التي خلقها المستثمرون المنتجون أو التي تم خلقها بواسطة أناس يقومون بعمل جاد . إن ما يجنيه المضارب إنما يمثل نوعا من الضريبة على النظام المالي دون تحقيق هدف له فائدته . . . وكلما تزايدت حدة التقلبات في السوق زادت فرص هذه الأشكال الاستخراجية» (١١).

ويشير البعض إلى أن حجم صناديق استثمار العملات وتداولها التي يتعامل بها المضاربون قد بلغت من الكبر حدا بحيث أصبح نشاط المضاربة قادرا على التأثير في الأحداث . ولعل المثل الواضح على ذلك صندوق استثمار العملات الذي كان يديره سورس Soros منذ عدة سنوات والمعروف باسم الصندوق الكمي Quantum Fund حيث بلغت حصيلته ١١ بليون دولار أمريكي ، إلا أن الكمية التي يحركها فعليا الصندوق تصل إلى ١١٠ بليون دولار أمريكي . وفي سبتمبر عام ١٩٩٢ قام سورس ببيع ما مقداره ١٠ بلايين دولار أمريكي من الجنيهات الإسترلينية في رهان ضد نجاح جهود جون ميجور للحفاظ على سعر صرف الجنيه الإسترليني الذي ترتب عليه انهيار نظام سعر الصرف الثابت الذي حاولت الحكومات الأوربية المختلفة الحفاظ عليه في نظام الصرف الأوربي . ولقد استطاع سورس استخراج ما مقداره بليون دولار أمريكي من النظام المالي لصالح صندوقه الاستثماري وانخفض الجنيه الإسترليني بنسبة ١٪ (١٠).

ولعل ما يدعيه بعض المضاربين من أن المضاربين يساعدون على تحقيق استقرار الأسعار قد ناقضه تماما تصريح سورس أمام لجنة البنوك بمجلس النواب الأمريكي من أنه إذا راهن المضارب على ارتفاع السعر فإذا حدث وانخفض السعر بدلا من صعوده ، فإن المضارب يصبح مضطرا لحماية نفسه عن طريق البيع مما يساعد على سرعة انخفاض السعر وبالتالي تزيد حدة تقلبات الأسعار (١٢) ، ولكنه عاد فأكد أن تقلبات الأسعار ليست بمشكلة كبيرة اللهم إلا إذا تزامن تسابق الجميع نحو البيع مع عدم وجود

مشتريين ، في هذه الحالة سوف يحمل غير القادرين على الخروج من السوق بخسارة كبيرة .

وحقيقة الأمر أن نصيب عمليات المضاربة في سوق النقد الأجنبي تزايد بشكل هائل في السنوات الأخيرة ، ففي عام ١٩٧٥ بلغت صفقات النقد الأجنبي (حيث يتم تبادل عملة في مقابل أخرى) بهدف تمويل نشاط في الاقتصاد الحقيقي حوالي ٨٠٪ من حجم الصفقات في سوق النقد الأجنبي ، بمعنى آخر انتقلت العملات من يد إلى أخرى من أجل تمويل استيراد النفط ، تصدير السيارات ، شراء الشركات ، الاستثمار في صناديق أو محافظ استثمارية ، بناء مصانع . فالصفقات الحقيقية يتم من خلالها إنتاج وتبادل وتوزيع السلع والخدمات . أما الباقي وقدره ٢٠٪ من عدد صفقات عمليات النقد الأجنبي فقد وجهت لعمليات المضاربة ، بمعنى أن هدفها الوحيد هو الحصول على الربح من عمليات بيع وشراء العملات ذاتها على أساس أسعارها المتغيرة . وهكذا حتى في تلك الأيام التي كان يسيطر فيها الاقتصاد الحقيقي كان هناك نشاط للمضاربة على العملة يصل إلى حوالي ٢٠٪ من صفقات بيع وشراء النقد الأجنبي في السوق . أما اليوم فإن صفقات النقد الأجنبي المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي قد انخفضت إلى ٢٠ ، ٥٪ من حجم الصفقات في سوق النقد الأجنبي في حين أن ٩٧ ، ٥٪ من هذه الصفقات تتم بغرض عمليات المضاربة . وتشير التقديرات إلى أنه في عام ١٩٩٧ بلغت صفقات بيع وشراء العملات في سوق النقد الأجنبي ٢ ترليون دولار أمريكي في اليوم ، بمعنى أن ما يقرب من الدخل القومي للولايات المتحدة يجري تداوله في سوق النقد الأجنبي كل ثلاثة أيام . هذه القفزة الكبيرة في المضاربة على العملات إنما تعود إلى عدد من الأسباب نذكر منها : (١) تغيرات ذات طبيعة منظومية في النظام المالي العالمي تتمثل في إنهاء ارتباط الدولار بالذهب وتعويمه عام ١٩٧١ ودخول العالم في نظام سعر الصرف العائم ، ولاشك في أن فتح النظام المالي العالمي خلق مجالا رحبا لعمليات المضاربة (٢) تحرير النظام المالي وفك قيوده في الثمانينيات (في أثناء حكم ريغان وتاشر) ، وقيام البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بتطبيق خطة بيكر في العديد من الدول النامية ، وهو ما خلق مجالا رحبا لحرية انتقال رؤوس الأموال كما سمح للعديد من المؤسسات والشركات بدخول مجال المضاربة (٣) التطورات التكنولوجية المهمة في مجال الحاسب الآلي والإلكترونيات وتطبيقها على النقود وعمليات السوق (١٣).

ولاشك في أن انفتاح النظام المالي الذي أدى إلى سيادة أسعار الصرف العائمة خلق نوعاً جديداً من الأصول . فالأصول التي كانت معروفة تقليدياً من قبل هي العقار ، والسندات ، والأسهم ، والسلع . أما اليوم فإن لدينا أصولاً جديدة متمثلة في العملات . بمعنى أن النقود - التي هي وسيط للتبادل - أصبحت هي ذاتها أصلاً يدخل في تركيب وحركة المحافظ الاستثمارية . هذا التغير الجوهرى ينطوي على نتائج غاية في الأهمية تتوقف على ما إذا كنت مستثمراً أم تعمل في النشاط الحقيقى . ذلك أنه بالنسبة للمستثمر المالى فإن هذا الأصل الجديد (العملات) له مميزات عديدة مقارنة بالأصول التقليدية المعروفة تتمثل في : (١) الانخفاض الشديد في تكاليف صفقات النقد الأجنبى مقارنة بصفقات التعامل في الأدوات الأخرى كالأسهم (٢) سوق النقد الأجنبى سوق مستمر ودائم طوال ٢٤ ساعة (٣) أن سوق النقد الأجنبى هو أكبر وأعمق سوق ، فإذا كان لديك ٥ بلايين دولار فإن توظيفها في سوق الأسهم قد يحرك أسعار أسهم بعض الشركات ويفيد المتعاملين الآخرين في السوق - باستثناء سوق الولايات المتحدة وبعض الأسواق الأوربية نظراً لكبر حجمها - أما سوق النقد الأجنبى فإن دخول وخروج ١٠ بلايين دولار لن يؤثر البتة في حركته ، ومن هنا فإن سوق النقد الأجنبى هو المكان الطبيعى لتحريك كميات ضخمة من الأموال .

ونتيجة لهذه السمات الثلاث فإن نشاط إقراض النقود للأفراد أو الشركات لشراء سيارات أو عقارات أو توسيع النشاط الإنتاجى لم يعد هو النشاط المربح ، مصدر الأرباح الضخمة هو سوق النقد الأجنبى . ولم يعد توفير الائتمان هو المصدر الأساسى لنشاط البنوك ودخولها ، فانخفض نصيب البنوك في توفير الائتمان من ٧٥٪ إلى ٢٦٪ خلال الخمسة والعشرين عاماً الماضية ، وبالنسبة للبنوك العملاقة فإن تداول النقد الأجنبى يمثل حوالى ٢٠٪ من دخولها وقد يصل في بعض الأحيان إلى ٥٠٪ (١٤) . حتى العديد من الشركات الكبيرة دخلت مجال التعامل في سوق النقد الأجنبى ، فمصدر الربح الرئيسى في شركة جنرال إلكتريك لا يأتي من بيع السلع المعمرة أو المعدات الحربية ولكن من إدارة الخزينة التي تتعامل في الأسواق المالية . وقد ترتب على هذا التطور في سوق النقد الأجنبى ظهور ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف ، وليس المجال هنا لتحديد سياسات واستراتيجيات مواجهة هذا النوع من المخاطر ولكن ما نريد استخلاصه مما سبق هو ما يلي :

أولا : تراجع دور الدولة وتأثيرها وزيادة تأثير دور تجار العملة والمضاربين في سياسات الحكومات ، فإذا لم يرض تجار العملة والمضاربون عن سياسة الحكومة فما عليهم إلا بيع عملة هذا البلد وهو ما من شأنه خلق «أزمة عملة» أو أزمة سعر الصرف كما يجري العرف على تسميتها . وهكذا تحدث أزمة العملة أو أزمات العملات في مدى زمني قصير جدا ، ما بين يوم وليلة ، ليس هناك مجال للمناقشة أو فتح الحوار أو تبادل الرأي ، ما بين عشية وضحاها تنقلب الأمور رأسا على عقب - هكذا كان شأن أزمة الإسترليني عام ١٩٩١ ، وأزمة العملات الإسكندنافية في عامي ١٩٩٢ و ١٩٩٣ ، والمكسيك عام ١٩٩٤ .

ثانيا : أن البنوك المركزية قد تتدخل للدفاع عن عملة معينة إلا أن تأثيرها سوف يظل محدودا نظرا لعمولة سوق النقد ، فالاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لدى جميع البنوك المركزية حوالي ٦٤٠ بليون دولار وهو أقل من نصف التعامل اليومي في سوق النقد الأجنبي . طبعاً المسألة أولا وأخيرا تتوقف على ما هي العملة وما هو حجم التعامل فيها . ويرتبط بهذا الموضوع ما يثار حاليا من أن حجم الأموال التي لدى صناديق الاستثمار ولدى المضاربين من الضخامة بحيث أن محاولات البنوك المركزية للتدخل للدفاع عن عملتها الوطنية قد لا تجدي فتىلا .

ولقد لعبت المضاربة دورا مهما في تعميق الأزمة حيث بدأت في تايلاند وفي نقل العدوى وبسرعة إلى عملات الدول الآسيوية المشابهة في الظروف . وحتى يمكن للمضاربين تحقيق مكاسب رأسمالية عالية من عقودهم الأجلة Forword Contracts في سوق النقود كان من مصلحتهم دفع سرعة انخفاض سعر صرف البات . ولكن الحقيقة تقتضي أيضا القول إنه من العوامل المهمة التي سارعت بتدهور أسعار الصرف لهذه الدول ، هو أن العديد من المقترضين بالعملات الأجنبية لم يتحطوا لهذه القروض ، وبالتالي حينما بدأ اتجاه أسعار الصرف نحو الهبوط حاولوا الحصول على العملات الأجنبية بالكميات التي تمكنهم من سداد قروضهم عند حلول مواعيد استحقاقها وذلك عن طريق بيع ما لديهم من العملة المحلية مما ساعد على سرعة تدهور سعر الصرف وأفاد عمليات المضاربة على العملة .

وفي مواجهة تقلبات العملة وزيادة عمليات المضاربة اقترح توبين Tobin في السبعينيات فرض ضريبة صغيرة وعالمية وموحدة على عمليات وصفقات النقد الأجنبي

الخاصة ، وتهدف هذه الضريبة إلى إبطاء حركة أسواق المال وتراجع عمليات المضاربة ، ويرى الكثيرون أن هذه الضريبة يقع عبؤها في الأساس على صفقات النقد الأجنبي ذات الدورة القصيرة جدا وهو ما يمثل ٨٠٪ من صفقات النقد الأجنبي التي تصل دورتها إلى أسبوع أو أقل . وللضريبة ميزات عديدة ليس هنا مجال مناقشتها ، ولكن يكفي أن نقول إن فرض ضريبة على عمليات المضاربة ومحاولة تقييدها أمر من شأنه زيادة الرفاهية الاجتماعية لأنه يجد من نشاط غير مرغوب اجتماعيا ومن آثار هذا النشاط على البناء الاجتماعي كله .

#### و - إدارة السيولة الدولية :

تطرقنا إلى موضوع السيولة الدولية قبل ذلك عند الحديث عن أزمة ميزان المدفوعات في دول الأزمة الآسيوية وتمويل هذا العجز عن طريق تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية مما ترتب عليه تفاقم حجم الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ، ولقد قارنا هذه الالتزامات قصيرة المدى بالأصول الأجنبية قصيرة المدى ، فوجدنا أن حجم الالتزامات يفوق بكثير جدا حجم الأصول الخارجية (أي الأصول بالعملة الأجنبية) متمثلة في الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية (عدا الذهب) .

وهنا نعالج موضوع السيولة الدولية للنظام المالي باعتبار أنها كانت أحد المتغيرات المهمة التي ساعدت على استفحال الأزمة . وفي هذا الصدد نتناول أمرين غاية في الأهمية في موضوع السيولة أولهما إدارة السيولة الدولية وتدني مستوى هذه الإدارة من ناحية ، وعدم كفاية مساعدات السيولة الدولية من جانب المؤسسات الدولية من ناحية أخرى ، إذ ساعد كلاهما على تعميق الأزمة .

فالسيولة الدولية بحق هي مفتاح الحماية الذاتية لأي نظام مالي من الانهيار ، وأي دولة لديها حجم كاف من السيولة الدولية - أي حجم كبير من احتياطي النقد الأجنبي بجانب توافر مصدر مضمون وسريع للاقتراض بالعملة الأجنبية - من الصعب أن تتعرض لأزمة العملة أي أزمة سعر الصرف . ومن ناحية أخرى فإن توافر الحجم المطلوب من السيولة الدولية يمكن أي دولة من الدفاع عن نفسها ضد أي هجوم من الداخل أو من الخارج على عملتها ومن تقوم بالإصلاحات المطلوبة دون ضغوط

عليها . والدول الناشئة التي تريد تجنب الآثار المدمرة للأزمات المالية عليها أن تقوم بحماية نفسها عن طريق تكوين الرصيد الكافي من السيولة الدولية أو ضمان توافر مصدر مضمون لها . المهم هو زيادة السيولة الدولية بتكلفة معقولة .

ولاشك في أن هذه الحاجة إلى السيولة الدولية إنما تعود إلى غياب وجود المقرض الأخير في المجال الدولي . ففي داخل أي اقتصاد وطني يلعب البنك المركزي دور المقرض الأخير ، فهو المصدر الأخير للسيولة للنظام المصرفي وبالتالي للاقتصاد ككل . فأني بنك تجاري حتى ولو كان مليئا Solvent - بمعنى أن أصوله تفوق خصومه وذلك في حالة تقييم الاثنين على أساس القيمة السوقية - قد لا تتوافر لديه السيولة الكافية لمواجهة رغبات المودعين إذا طلبوا جميعا سحب ودائعهم في وقت واحد . ولاحتماء هجوم المودعين لسحب ودائعهم يقوم البنك المركزي باتباع نصيحة والتر بايهور الذي أدلى بها منذ قرن مضى وهي أنه في حالة الأزمة المالية على البنك المركزي أن «يقرض بحرية ، وبسعر فائدة ينطوي على عقوبة ضمنية ، وبضمانات كافية» . ولا يوجد على المستوى الدولي هذا المقرض الأخير . فصندوق النقد الدولي ليس مؤهلا للقيام بهذه المهمة ولا تتوافر لديه القدرة على ذلك فطاقته الإقراضية محدودة . ولعل وجود صفة المقرض الأخير في البنك المركزي إنما تعود إلى قدرة البنك المركزي لأي دولة على خلق العملة المحلية التي يمكن استخدامها لسد حاجة الجهاز المصرفي للسيولة ، أما صندوق النقد الدولي فلا يستطيع خلق الدولارات المطلوبة أو أي عملة أجنبية أخرى لسد حاجة أي دولة - أو نظامها المالي - إلى السيولة الدولية .

وتوافر السيولة الدولية لأي نظام مالي يمكنه من مواجهة أي أزمة من الأزمات المعروفة وعلى وجه السرعة وبكفاءة عالية ، سواء أكانت هذه الأزمة المالية هي أزمة سعر صرف Foreign Exchange Crisis ، أو هي أزمة هيكلية في النظام المالي Balance Sheet Crisis ، بمعنى أن الدولة في حالة ملاءة ولديها فائض في ميزان المدفوعات ولكن الالتزامات قصيرة المدى للحكومة والقطاع الخاص هي دون المتاح من احتياطي النقد الأجنبي . هذه الدولة قد تكون مليئة لكنها تعاني من نقص في السيولة الدولية - أزمة بنوك الاستثمار الكورية في التسعينيات (١٩٩٧) مثلا - أو إذا كانت أزمة مصرفية تنطوي على تراحم المودعين لسحب ودائعهم من البنوك (١٦) .

وتوافر السيولة الدولية الكافية لأي نظام مالي يمكنه من الوقوف في وجه المضاربين وتحركاتهم ، وذلك عن طريق شراء العملة المحلية لرفع قيمتها (سعر صرفها) ولو مؤقتا ، وذلك لعقاب هؤلاء الذين يراهنون على انخفاضها . ليس غريبا إذا أن يطلق على السيولة الدولية نظام الحماية الذاتية . فكلما زاد ما لدى الدولة من سيولة دولية اقتنع المودعون بعدم جدوى التضاحم لتحويل عملتهم المحلية إلى عملة أجنبية قبل أن ينفذ الاحتياطي الدولي ، كما أن توافر السيولة الدولية لأي نظام مالي يمكن السلطات من إعادة هيكلة البنوك الضعيفة وتقوية قاعدتها الرأسمالية . وهناك ثلاثة سبل لزيادة السيولة الدولية : أولا محاولة التقليل قدر المستطاع من الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ، واتخاذ الاجراءات للحد منها وعدم تشجيعها (مثال : شيلي عام ١٩٨٢)<sup>(١٧)</sup> ، أما السبل الثاني لزيادة السيولة الدولية فيتمثل في تراكم احتياطات النقد الأجنبي ، ولا شك في أن احتياطي الصين من النقد الأجنبي والبالغ ١٤٠ بليون دولار - ناهيك عن احتياطي هونج كونج - إنما ينطوي على إشارة مهمة للمتعاملين في الأسواق المالية وللمقيمين على السواء وهو أن الصين ليس من السهل أن تجبر على اللجوء في طريق تخفيض عملتها . والواقع أن تراكم هذا الاحتياطي من خلال فائض ميزان المدفوعات الجاري والاحتفاظ به أمر ينطوي على تكلفة عالية ، ولكن المهم هو بذل الجهود لتخفيض هذه التكلفة قدر المستطاع<sup>(١٨)</sup> ، أما السبل الثالث لزيادة السيولة الدولية فيتمثل في خلق وسيلة لمنح الائتمان السريع وبالنقد الأجنبي ، أي خلق تسهيلات ائتمانية مع تقديم ضمانات كافية . ولاشك في أن الأزمة الآسيوية قد أدت إلى فتح حوار حول هذا الموضوع بشكل مكثف . ولا يمكن النظر إلى صندوق النقد الدولي كمصدر لهذا الائتمان ، لأن الطاقة الإقراضية للبنك الدولي لا تزيد كثيرا عن ٢٠٠ بليون دولار ، فإذا نظرنا إلى حزمة إنقاذ البرازيل عام ١٩٩٨ والبالغة ٤٢ بليون دولار أمريكي لعلمنا مدى قصور موارد الصندوق ، هذا مقارنة بقروض الجهاز المصرفي الأمريكي والبالغة ٥ ترليون دولار أمريكي . وليس المجال هنا لبحث كيفية توفير هذه التسهيلات سواء عن طريق الصندوق ، الحكومات ، أم البنوك التجارية العالمية والضمانات المطلوبة لتوفير هذه التسهيلات .

ولقد سبق أن أشرنا في الفصل الرابع ، عند مناقشة تمويل ميزان المدفوعات والمديونية الخارجية لدول الأزمة إلى تعريف السيولة الدولية لنظام ما بأنها توافر أصول سائلة

بالعملة الأجنبية بالقدر الكافي لمواجهة الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ، وأن غياب هذا التوازن أو التغطية إنما يخلق حالة من ندرة أو شح في السيولة الدولية للنظام المالي . وتتمثل الأصول السائلة في الأصول الدولية قصيرة الأجل للنظام المالي والنقد الأجنبي المتاح لدى البنك المركزي لأغراض الإقراض الأخير ، هذا بجانب القروض الدولية التي يمكن النظام المالي الحصول عليها في المدى القصير ، وأضيف إلى ذلك قيمة تسهيل بعض الأصول الثابتة . ولقد جرى العرف على الاستناد إلى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية كأقرب مؤشر للأصول قصيرة المدى ، أما الخصوم الدولية قصيرة المدى فتشمل الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية بجانب الودائع لدى الطلب بالعملة الأجنبية في الجهاز المصرفي المحلي ، وفي حالة سيادة نظام سعر الصرف الثابت فإن الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية تدخل في تعريف الالتزامات قصيرة المدى بالعملة الأجنبية ؛ وذلك لأنها قابلة للتحويل إلى العملة الأجنبية في أي وقت .

وحاولت العديد من الدراسات حول الأزمة الآسيوية قياس مدى السيولة الدولية للنظام المالي وكفاءتها في مواجهة الأعباء قصيرة المدى ، فقياس نسبة كمية النقود M2 إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية (عدا الذهب) . وتجمع كافة الدراسات أن هذه النسبة متزايدة منذ بداية التسعينيات ، كما أنها عالية جدا وتمثل خطورة كبيرة<sup>(١٩)</sup> . كذلك قامت هذه الدراسات بقياس نسبة الالتزامات قصيرة المدى إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية ، وأجمعت كافة هذه الدراسات على ارتفاع هذه النسبة عن الحد المعقول بل إنها تصل في بعض الحالات إلى الضعف وأكثر ، كما أنها متزايدة بمرور الوقت<sup>(٢٠)</sup> .

ولقد حاولنا في الفصل الرابع قياس مدى السيولة الدولية للنظام المالي في دول الأزمة الآسيوية . فقمنا بقسمة الالتزامات طويلة الأجل الحالية أي التي حل أجل استحقاقها (الأقساط والفوائد) بجانب الالتزامات قصيرة الأجل (أقل من سنة) للدول الآسيوية تجاه بنوك منطقة بنك التسويات الدولية ، فوجدنا أن هذه النسبة في غاية الارتفاع في كافة الدول وخاصة في تايلاند وكوريا<sup>(٢١)</sup> .

وقد حاولنا في هذا الفصل قياس مدى السيولة الدولية للنظم المالية لدول الأزمة الآسيوية معتمدين على بيانات جديدة وهي بيانات (إحصاءات بنك التسويات

الدولية - صندوق النقد الدولي - منظمة التعاون والتنمية - البنك الدولي - حول المديونية الخارجية) . ويوضح هذا البيان رصيد المديونية في نهاية العام حسب نوع المديونية ومصدرها ، ثم يحدد المديونية التي تستحق خلال عام ، أي سنة فأقل وذلك أيضا حسب النوع والمصدر ، كما يوضح البيان الاحتياطات الدولية (عدا الذهب) . ويبين الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي هذه البيانات ، ومن الجدول يتضح مدى ارتفاع نسبة أو معامل المديونية القصيرة (الديون التي تستحق خلال عام) إلى الاحتياطي المتاح من العملات الأجنبية (عدا الذهب) . وللأسف أن هذه البيانات متاحة فقط عن عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، وغير متوفرة - لنا على الأقل - عن عام ١٩٩٦ ، وبالتالي فإن هذه البيانات تخضع لبعض التحفظات لأنها تعكس الوضع بعد انفجار الأزمة وليس قبله ، ولكنها مؤشر قريب على أي حال . ويتضح من الجدول مدى تدهور هذا المؤشر حيث تتراوح النسبة في أغلب البلاد - باستثناء ماليزيا التي تصل فيها النسبة حوالي ٨٠٪ - ما بين ١٦٠ إلى ما يزيد على ٣٠٠٪.

ولا شك في أن تدهور هذه النسبة هي التي فجرت أزمة الثقة ودفعت إلى التراجع من أجل التخلص من الأصول المقومة بالعملات الآسيوية وإلى سحب الودائع نظرا للاقتناع بأن المتاح من السيولة لن يكفي لمواجهة الالتزامات ومن هنا فإن السياسة المثلى هي الإسراع بالخروج ، وبالتالي تحول الأمر إلى سباق من يصل أولا يحصل على نصيبه .

ولقد كان هذا المؤشر المتعلق بالسيولة الدولية هو من أهم المؤشرات التي أثرت في سلوك الأسواق المالية . إلا أن الأمر لم يقف عند هذا الحد إنما تخطاه إلى ما هو أكبر ، ذلك أن برنامج الإنقاذ الذي قدمه صندوق النقد الدولي لكل بلد على حدة من بلدان الأزمة لم يكن يكفي لمواجهة التزاماتها الحالية بل كان دون ذلك بكثير ، على عكس الحال في المكسيك عامي ١٩٩٤ - ١٩٩٥ ، ذلك أن برنامج الإنقاذ المكسيكي (٥٠ بليون دولار) كان أكبر من حجم السيولة المطلوبة لمواجهة الموقف ، وبالتالي تم سداد ديون الدائنين - خاصة حاملي أوراق الدين الحكومية - ومواجهة الالتزامات الأخرى وبسرعة ، ومن هنا تم القضاء على الأزمة وبسرعة ولم تمتد زمنا طويلا أو تتعمق وإن كانت آثارها قد انتقلت إلى غيرها من الدول في أمريكا اللاتينية . وكان برنامج الإنقاذ المكسيكي مؤشرا مهما للأسواق ينطوي على خطاب واضح وهو أن الصندوق ومن ورائه

الولايات المتحدة جادان في مواجهة الأزمة والتصدي لها وبسرعة وبكل الوسائل . وكان الأمر غير ذلك في حالة الدول الآسيوية ، ذلك أنه على عكس حالة المكسيك كانت برامج الإنقاذ تقل كثيرا عن الحجم المطلوب لمواجهة الأزمة<sup>(٢٣)</sup> ، ولقد كان ذلك مؤشرا مهما للأسواق المالية استوعبته جيدا واقتنعت أن القضاء على الأزمة واقتلاعها من جذورها كما هو الحال في المكسيك ليس متاحا أو لا توجد النية له في القريب العاجل ، بمعنى آخر لم يغيب عن الأسواق هذا الفرق بين الحالة الآسيوية وحالة المكسيك . لذلك تعمقت الأزمة تحت ضغط طوابير الخروج من العملات والأصول الآسيوية ، واستمرت تجرجر في أذيالها فترة زمنية طويلة . هذه قضية مهمة علينا أن نأخذها في الحسبان عند تقييم الأزمة وتقدير برامج الإنقاذ المقدمة ، ويوضح الجدول رقم (٢) بالمحلق الإحصائي حجم برامج الإنقاذ ومصادرها في كل من الأزمة الآسيوية والأزمة المكسيكية .

وقد أصبحت المساهمة النسبية لكل من المصادر الرسمية والقطاع الخاص في برامج الإنقاذ المالية العالمية محل حوار كبير منذ الأزمة المالية المكسيكية وكذلك الأزمة المالية الآسيوية ، «ذلك أنه في أثناء أزمة المديونية العالمية في الثمانينيات فإن الترتيبات المالية (التسويات) تمت بناء على رغبة الحكومات ، بين البنوك الدائنة والحكومات أو المنظمات الحكومية المدينة التي لم تكن قادرة على خدمة ديونها . ولقد كانت المفاوضات طويلة ومضنية حتى تم في النهاية عملية إعادة الجدولة»<sup>(٢٤)</sup> ، وارتبطت المساعدات الرسمية في مجال السيولة بموافقة البنوك الدائنة على مد آجال استحقاق ديونها . ولم يتكرر هذا الأمر في أثناء الأزمة المكسيكية عامي (١٩٩٤ - ١٩٩٥) لأن الالتزامات الدولية للمكسيك تمثلت في حيازة أوراق دين قصيرة الأجل أصدرتها الحكومة المكسيكية ، ومن هنا استطاع هؤلاء الحصول على حقوقهم كاملة من خلال المساعدات الرسمية الضخمة للمكسيك . «ولاشك في أن تغطية الالتزامات الدولية قصيرة الأجل بواسطة برنامج المساعدات المالية للمكسيك ربما يكون قد خلق سابقة مهمة ومعيارا فعالا استخدمته الأسواق المالية في تقدير وتقييم برامج الإنقاذ الآسيوية»<sup>(٢٥)</sup>.

## هوامش الفصل السادس

١. J. Sachs "Recipe For Disaster" World Link, World Economic Forum, Jan.-Feb. 1998, P.15.

٢. Stanly Fisher, "Asia and the IMF", IMF Seminar, Sept. 19, 1997.  
٣. International Monetary Fund "The IMF's Response to the Asian Crisis", October 1998, w.w.w.imf.org/external/np/exr/facts/asia.

٤. BIS, "68<sup>th</sup> Annual Report", April 1997 - March 1998, June 1998, Basle, PP. 136 - 137.

٥. J. Sachs, "Recipe For Disaster", Opcit P.15.  
٦. R. Wade & F. Veneraso: "The Asian Crisis": The High Debt Model VS The نظر أيضا Wall Street - Treasury - IMF Complex", March 1998, Opcit, P.2.

٦. ففي عام ١٩٩٤ بلغ الناتج القومي الياباني ٤,٣ ترليون دولار أمريكي ، في حين بلغ الناتج القومي في مجموع الدول الآسيوية الخمس ٨٠٧ بليون دولار أمريكي .

٧. Bank of Tokyo - Mitsubishi, "Rabidly Growing Imports Reflect Structural Change in Japan", Tokyo - Mitsubishi Review, Vol. I, No.1, June 1996, P.3.

٨. Ibid, PP.4 - 5.  
٩. Martin Khar, "SEA Currency Turmoil Renews Concern on Financial Speculation", Third World Resurgence, No.86, P.15.

١٠. Ibid, P.15.  
١١. Ibid, P.16.  
١٢. Ibid, P.16.

١٣. Bernanrd Lietaer. "Global Currency Speculation and its Implications", Third World Resurgence, No. 87/89, 1997, P.15.

١٤. Ibid, P.17.  
١٥. Martin Khor, Opcit, P. 16.  
١٦. M. Feldestein, "Self Protection For Emerging Markets", NBER, Working Paper No. 6907, Opcit, PP. 9 - 10.

Ibid, P.13. - ١٧

Ibid, PP. 14 - 15. - ١٨

١٩ - انظر في هذا الصدد G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis", Part I, Macroeconomic View, NBER working paper No. 6833, Dec. 1998, Statistical Appendix.

انظر أيضا S. Rodalet & J. Sachs, "The Onset of the East Asian Crisis", NBER working paper No. 6680, Aug. 1998. Statistical Appendix

انظر أيضا R. Change & A. Velasco, "The Asian Liquidity Crisis", NBER working paper No. 6796, Nov. 1998. Statistical Appendix.

٢٠ - انظر الدراسات السابقة ذاتها في رقم (١٩) حيث قامت بنسبة الالتزامات قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية ، وتكاد تصل جميعها إلى النتائج ذاتها وهو ارتفاع هذا المعامل ارتفاعا خطيرا خاصة في حالي كوريا وتايلاند وكذلك إندونيسيا .

٢١ - انظر الفصل الرابع - الملحق الإحصائي .

٢٢ - Joint BIS - IMF - OECD - World Bank Statistics on External Debt.

٢٣ - BIS, "68<sup>th</sup> Annual Report", April 1997 - March 1998, Basle June 1998, P. 134.

Ibid, P.135. - ٢٤

Ibid, P.135. - ٢٥

الملحق الإحصائي

الفصل السادس

جدول رقم (١)

رصيد المديونية قصيرة الأجل والاحتياطيات الدولية ديسمبر عام ١٩٩٧  
(مليون دولار أمريكي)

إندونيسيا	كوريا	ماليزيا	الفلبين	تايلاند	
					المديونية الخارجية - كافة آجال الاستحقاق
٦٠,٥٣٩	٨٨,٠٧٥	٢٥,١٥٦	١٤,٥٤٧	٦٧,٢٦٥	أ - القروض المصرفية
٧,٠٧١	٤٩,٥٨٤	١٢,٦٤٥	٨,٢٣٤	١١,٧٠٤	ب - أوراق دين صدرت في الخارج
-	-	-	٢,٢٢٩	-	ج - سندات برادي
٩,٢٠٣	٢,٠٠١	١,٩٣٤	٣,٧٧٨	٨,٢٢٢	د - ائتمان تجاري غير مصرفي
١٣,٦٧٦	١٥,٦٤٤	٧٥٨	٥,٢٢٩	٤,٢٥٥	هـ - مؤسسات دولية متعددة الأطراف
٢١,٦٠٠	٢,٣٩٢	١,٦٨٧	٩,١٨٢	٧,٦٧١	و - قروض ثنائية رسمية
					المديونية المستحقة خلال عام
٣٥,١٠٤	٥٨,٧٩٥	١٤,٤١٩	١١,٩٠٠	٣٨,٥١٢	ز - التزامات تجاه البنوك
٩٠٨	٥,٧٨٩	٦٣٠	٩١٥	٢٩٩	ح - أوراق دين صدرت في الخارج
٢,٤٩٤	١,٥٧٢	١,٦٧٦	٨٧٦	٣,٦٣٨	ط - ائتمان تجاري غير مصرفي
					بنود أخرى
٦٢,٧٨٦	١٠٣,٩١٤	٢٩,٠٧٧	١٦,٦١٣	٧٩,٦٥٥	ي - كافة الالتزامات للبنوك
٥٨,٠٤٥	٩٣,٦٦٨	٢٧,٣٣٣	١٩,٧١٤	٥٨,٥١٥	ك - التزامات البنوك المجمعة
١٦,٥٨٧	٢٠,٣٦٨	٢٠,٧٨٨	٧,٢٦٦	٢٦,١٧٩	ل - الاحتياطيات الدولية
% ٢٣٢	% ٣٢٥	% ٨٠	% ١٨٨	% ١٦٢	نسبة ز + ح + ط ل

المصدر : BIS - IMF - Joint BIS - IMF, Press Release. Ref. X/O: 28/1999E, 19 June 1999, "Joint BIS - IMF - OECD - World Bank Statistics on External Debt", Table (1).

الملحق الإحصائي  
الفصل السادس  
جدول رقم (٢)  
الالتزامات المالية الرسمية تجاه الأزمة الآسيوية  
(بليون دولار أمريكي)

مصدر التمويل الدولة	صندوق النقد الدولي	البنك الدولي	بنك التنمية الآسيوي	التزامات ثنائية	إجمالي
تايلاند	٣,٩ (٥٠٥٪ من الحصة)	١,٩	٢,٢	١٢,١	٢٠,١
إندونيسيا	١٠,١ (٤٩٠٪ من الحصة)	٤,٥	٣,٥	٢٢,٠	٤٠,٠
كوريا	٢١ (٩٣٩٪ من الحصة)	١٠,٠	٤,٠	٢٢,٠	٥٧,٠
إجمالي	٣٥	١٦,٤	٩,٧	٥٦,١	١١٧,١
المكسيك	١٧,٨ (٦٨٩٪ من الحصة)	١,٥	*١,٣	**٢١,٠	٥١,٦

\* بنك التنمية الآسيوي الدولي .

\*\* بالإضافة لتسهيلات ائتمانية قدرها ١٠ بليون دولار من البنوك المركزية للدول العشر الكبار .

المصدر : BIS, "68<sup>th</sup> Annual Report", April 1997 - March 1998, June 1998, Basle, P. 134, Table VII.9.

## الفصل السابع عدوى الأزمة وآثارها

(أ) مقدمة :

يتضح من عنوان هذا الفصل أننا نفرق بشكل واضح بين عدوى الأزمة وآثارها؛ ولذا وجب في البداية أن نشير إلى طبيعة هذا الفرق وإلى تعريف كل منهما وحدوده . فعدى أي مرض هي انتقاله بكل سماته وصفاته وخصائصه من مريض إلى آخر. فإذا لم ينتقل المرض بكل خصائصه من مريض إلى آخر انتفت صفة العدوى . وهناك وسائل وآليات عديدة لانتقال عدوى الأمراض ، إذ يتوقف كل منها على طبيعة هذا المرض ونوعه - فانتقال عدوى مرض الأنفلونزا غير انتقال عدوى الأمراض الجلدية أو المعوية . . إلخ . وحينما نقول بعدوى الأزمة المالية الآسيوية فإننا نعني بذلك انتقال الأزمة بكل سماتها وخصائصها - مثل انهيار سعر الصرف وأسعار الأصول المالية والعقارية - من دولة إلى أخرى وفي هذا الصدد علينا أن نبحث عن آليات العدوى التي انتقلت من خلالها الأزمة من دولة لأخرى . سواء تعلق الأمر بانتقالها بين دول الأزمة ، أي انتقالها من تايلاند إلى ماليزيا إلى الفلبين . . . وهكذا ، أو تعلق الأمر بانتقالها من دول الأزمة إلى دول أخرى خارج الأزمة مثل انتقال عدوى الأزمة من تايلاند إلى دولة التشيك أو انتقال الأزمة إلى كل من روسيا أو البرازيل ، بمعنى انهيار أسعار الصرف وأسعار الأصول في هذه الدول . ويتطلب ذلك دراسة آليات العدوى للتعرف على كيفية ونمط انتقالها . أما آثار الأزمة فتعالج قضية أخرى ، فلكل أزمة تداعياتها وآثارها

الاقتصادية والاجتماعية والسياسية . وآثار الأزمة سواء في الدول التي حدثت فيها الأزمة أو الدول الأخرى التي تربطها بدول الأزمة علاقات اقتصادية تظهر من خلال حركة المتغيرات الاقتصادية الكلية كالصادرات والواردات والطلب المحلي (الاستثماري والاستهلاكي) وميزان المدفوعات ومعدلات التضخم ومعدلات نمو الناتج المحلي والبطالة . . إلخ ، وتؤثر حركة هذه المتغيرات في معدل استغلال الطاقات الإنتاجية وإيقاع النشاط الاقتصادي وتوزيع الدخل ومستوى المعيشة للقاعدة العريضة من المواطنين وبالتالي تؤثر في أوضاعهم الاجتماعية ، ومن خلال ذلك في الاستقرار السياسي والاجتماعي . وتنتقل آثار الأزمة إلى الدول الأخرى من خلال حركة المتغيرات الإجمالية الأخرى . وسوف نتناول في هذا الفصل آثار الأزمة أولاً في دول الأزمة ذاتها ثم في الدول الأخرى .

#### ( ب ) آثار الأزمة في دول الأزمة :

ترتب على الأزمة آثار اقتصادية واجتماعية بعيدة المدى . وقبل الدخول في مدى تأثير الأزمة على إيقاع حركة المتغيرات الإجمالية في دول الأزمة الآسيوية فإننا نود أن نشير إلى أن آليات التصحيح التي تم بواسطتها إغلاق الفجوات التي نشأت عن الأزمة كان لها الدور الأساسي في تحديد كيف تولدت الآثار وأبعاد هذه الآثار . فعجز ميزان المدفوعات مثلاً الذي أدى إلى انهيار أسعار الصرف لم يتم تصحيحه عن طريق زيادة الصادرات ومن ثم زيادة الإنتاج والدخل في الأنشطة التصديرية ، ولم يتم عن طريق زيادة الإنتاج في أنشطة إحلال الواردات ، ولكن تمت عملية التصحيح من خلال الانخفاض الحاد والسريع في الواردات الناجم عن انخفاض قاس وشديد في الطلب المحلي (العام والخاص والاستهلاكي والاستثماري)<sup>(١)</sup> . أما لماذا حدث التصحيح بالشكل المشار إليه آنفاً فأمراً لن نناقشه الآن بالتفصيل بل سوف نرجئه إلى الفصل القادم حينما نتناول بالتحليل بعض القضايا المهمة التي أفرزتها الأزمة .

فقد تراجع كل الإنفاق العام الاستثماري والجاري مما أدى إلى تخفيض الواردات ، كما تراجع أيضاً الإنفاق الخاص الاستهلاكي والاستثماري سواء للقطاع العائلي أو لوحدات قطاع الأعمال وذلك تحت تأثير تراجع مستويات ومعدلات نمو الدخل لكل

من الوحدات الإنتاجية والاستهلاكية ونتيجة لفعل أثر الثروة الناجم عن الانخفاض الحاد في أسعار الأصول العقارية والمالية . وقد ترتب على هذا التراجع في الطلب المحلي انخفاض معدل استغلال الطاقات الإنتاجية في الأنشطة الاقتصادية المختلفة ومن ثم تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي . ويشير الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي إلى التراجع الحاد في معدلات نمو الناتج المحلي الحقيقي في دول الأزمة . فانخفض معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا من ٨,٧٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل سنوي نسبته ٧,٤٪ عام ١٩٩٧ ، ثم انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (٥,١٣٪) عام ١٩٩٨ أي حقق الناتج المحلي الإجمالي نموا سالباً بنسبة ٥,١٣٪ . أما في كوريا الجنوبية فقد انخفض معدل الزيادة السنوي في الناتج المحلي الإجمالي إلى نسبة ٥,٠٪ عام ١٩٩٧ مقارنة بمعدل نمو نسبته ٨,٦٪ عام ١٩٩٦ ، في حين تقلص الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبة (٨,٠٥٪) . وقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الفلبين عام ١٩٩٧ انخفاضاً طفيفاً مقارنة بمستوى عام ١٩٩٦ ، حيث انخفض معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي من نسبة ٨,٥٪ عام ١٩٩٦ إلى نسبة ٢,٥٪ عام ١٩٩٧ ، في حين حقق الناتج المحلي الإجمالي انخفاضاً نسبته ٥,٠٪ عام ١٩٩٨ . وتجدر الإشارة هنا إلى أن الفلبين كانت أقل الدول تأثراً بالأزمة واستمرت صادراتها في الزيادة استجابة لتخفيض عملتها نتيجة لتركيب صادراتها السلعي من ناحية والجغرافي من ناحية أخرى . وتشير بيانات تايلاند إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٨ بنسبة ٢,١٠٪ مقارنة بعام ١٩٩٧ ، في حين كان الانخفاض طفيفاً عام ١٩٩٧ مقارنة بعام ١٩٩٦ . ويمكن القول إنه بافتراض استمرار بقاء الأمور في حالة طبيعية (أي باستبعاد حصول أي أزمة مالية) فإن معدلات النمو التي تحققت عام ١٩٩٦ كان من المتوقع لها أن تستمر عام ١٩٩٧ و عام ١٩٩٨ على الأقل ، ومن ثم فإن الفرق بين مستويات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لكل من عام ١٩٩٧ و عام ١٩٩٨ التي كان يمكن أن يتحقق بافتراض سريان معدلات نمو عام ١٩٩٦ ، ومستويات الناتج المحلي الإجمالي الذي تحقق خلال هذين العامين فعلاً إنما يمثل أحد الآثار المباشرة للأزمة وأحد أهم مكونات التكلفة الاجتماعية للأزمة في هذه البلدان .

وتشير بيانات الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي إلى بعض مكونات الطلب المحلي

الإجمالي بالأسعار الثابتة لعام ١٩٩٥ وبصورة خاصة الاستهلاك النهائي الخاص (العائلي) والاستثمار الثابت الإجمالي . ففي كوريا وتايلاند تراجع كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري بشكل حاد خلال عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ ، ففي كوريا الجنوبية تراجع معدل نمو الاستهلاك الخاص السنوي (بأسعار عام ١٩٩٥) من نسبة ٩,٧٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل نمو نسبته ٥,٤٪ عام ١٩٩٧ ، في حين تقلص الاستهلاك الخاص بنسبة (-٨,٧٪) خلال عام ١٩٩٨ ، وفي تايلاند بينما حقق الاستهلاك النهائي الخاص (الحقيقي) زيادة نسبتها ٣,٧٪ عام ١٩٩٦ انخفض مستوى الاستهلاك - أي حقق معدلا سالباً للنمو - بنسبة (-١,٥٪) عام ١٩٩٧ ثم انخفض مرة أخرى عام ١٩٩٨ بنسبة (-٥,١٤٪) . وكان الانخفاض في الاستثمار الثابت الإجمالي أكثر حدة في أعقاب الأزمة . ففي كوريا حقق الاستثمار الثابت الإجمالي (بالأسعار الثابتة لعام ١٩٩٥) زيادة نسبتها ٢,٨٪ عام ١٩٩٦ وهو العام السابق على حدوث الأزمة ، في حين انخفض مستوى الاستثمار عام ١٩٩٧ بنسبة ٣,١٪ مقارنة بعام ١٩٩٦ ، بينما بلغ تقلص مستوى الاستثمار الثابت ٢٠٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . وكذلك الحال في تايلاند فبينما حقق الاستثمار الثابت الإجمالي زيادة نسبتها ١,٣٪ عام ١٩٩٦ تراجع تراجعاً حاداً عام ١٩٩٧ حيث سجل انخفاضاً نسبته ٤,٢٥٪ ، في حين بلغ حجم الانخفاض ٧,٢٤٪ عام ١٩٩٨ . وفي إندونيسيا تراجع معدل نمو الاستهلاك الخاص السنوي من نسبة ٣,٩٪ عام ١٩٩٧ إلى نسبة ٦,٨٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٠٪ عام ١٩٩٦ إلا أنه سجل انخفاضاً حاداً نسبته ٦٣٪ عام ١٩٩٨ . وكذلك الأمر في الفلبين فبينما سجل الإنفاق الاستهلاكي الخاص زيادة نسبتها ٢,٤٪ عام ١٩٩٧ مقارنة بزيادة نسبتها ٨,٣٪ عام ١٩٩٧ إلا أن معدل الزيادة انخفض إلى ٤,٢٪ عام ١٩٩٨ ، أما في حالة الاستثمار الثابت الإجمالي فقد سجل انخفاضاً نسبته ٤,١٤٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٦٪ عام ١٩٩٧ وزيادة نسبتها ٢,١٠٪ عام ١٩٩٦ .

هذه الصورة السابقة لتراجع معدل زيادة الاستهلاك والاستثمار في بعض الأحيان وتقلص مستوى كل من الاستهلاك والاستثمار ومن ثم تحقيق معدل نمو سالب في حالات أخرى إنما تعود في جزء منها إلى تراجع الدخل الشخصي المتاح للإنفاق لأسباب سوف نشير إليها في حينها ، كما تعود إلى أثر الثروة الناجم عن تراجع أسعار الأصول

المادية والمالية . ويشير الجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي إلى حجم الانخفاض في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لدول الأزمة فيما بين يونيو عام ١٩٩٧ وديسمبر عام ١٩٩٧ ، حيث تشير بيانات القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية الكورية إلى انخفاض نسبته ٧٢٪ ، في حين بلغ الانخفاض ٦٧٪ في إندونيسيا ، و ٤٦٪ في تايلاند ، و ٥١٪ في الفلبين ، و ٦٥٪ في ماليزيا . وكما هو معروف يؤدي الارتفاع السريع في الثروة إلى تشجيع الاقتراض حيث تنخفض نسبة المديونية إلى الثروة أو إلى حقوق الملكية ، إلا أنه من ناحية أخرى فإن الانخفاض الحاد والسريع في قيم الأصول ومحاوله المدينين تصحيح أوضاعهم قد يؤدي إلى نتائج غاية في الخطورة منها تراجع معدلات ومستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري الخاص . وهذا ما حدث في اليابان في أوائل التسعينيات بعد انفجار بالون أسعار الأصول ، وهو ما حدث أيضا في دول شرق وجنوب شرق آسيا .

وكان لابد لهذا التراجع الحاد في معدلات زيادة الإنفاق الخاص وفي تقلص مستوياته في بعض الأحيان أن يترجم نفسه في شكل انخفاض الطلب على الواردات . ويوضح الجدول رقم (١) بالملحق الإحصائي لهذا الفصل أن معدل الزيادة السنوي في الواردات قد انخفض من نسبة ٨٪ عام ١٩٩٦ إلى ٥ ، ٤٪ عام ١٩٩٧ في حين انخفضت الواردات عام ١٩٩٨ بنسبة ٣٠٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ ، بينما انخفضت الصادرات بنسبة ١٠ ، ٥٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بزيادة نسبتها ١٢٪ عام ١٩٩٧ .

وتشير بيانات كوريا الجنوبية إلى تقلص حجم الواردات عام ١٩٩٧ بنسبة ٢ ، ٢٪ وذلك مقارنة بزيادة نسبتها ٣ ، ١٢٪ عام ١٩٩٦ وزيادة نسبتها ٣٢٪ عام ١٩٩٥ . ولا توجد بيانات عن الواردات خلال عام ١٩٩٨ كله ولكن تؤكد البيانات المتاحة أنه خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٨ انخفضت الواردات بنسبة ٣٨٪ وذلك مقارنة بمستوى الواردات في الأرباع الثلاثة الأولى من عام ١٩٩٧ . كما تشير البيانات أيضا إلى تراجع حجم الصادرات خلال الأرباع الثلاثة الأولى عام ١٩٩٨ بنسبة ٦ ، ٣٪ مقارنة بالفترة المقابلة من عام ١٩٩٧ .

وتشير بيانات الفلبين إلى تراجع المعدل السنوي لزيادة الواردات من نسبة ٢٠٪ عام ١٩٩٦ إلى معدل سنوي نسبته ١٤٪ عام ١٩٩٧ في حين حققت الواردات انخفاضا

نسبته ٨, ١٨٪ عام ١٩٩٨ ، أما تايلاند فقد استمرت الواردات عام ١٩٩٦ عند مستواها عام ١٩٩٥ ، بينما سجلت انخفاضا ملحوظا عام ١٩٩٧ بلغت نسبته ١٣, ٧٪ ، وزاد الانخفاض حدة عام ١٩٩٨ حيث بلغ نسبة ٣٣, ٧٪ مقارنة بمستوى عام ١٩٩٧ . أما الصادرات فقد انخفضت عام ١٩٩٨ بنسبة ٦, ٩٪ مقارنة بزيادة نسبتها ١, ٤٪ عام ١٩٩٧ . وحتى كتابة هذه السطور (أكتوبر عام ١٩٩٩) لم تكتمل بيانات مالميزيا لعام ١٩٩٨ ، وتشير بيانات الواردات لعام ١٩٩٧ إلى زيادتها بنسبة ١, ٣٪ مقارنة بزيادة نسبتها ١, ٧٪ عام ١٩٩٦ في حين بلغ معدل نمو الصادرات عام ١٩٩٧ ٣, ١٪ مقارنة بزيادة نسبتها ١, ٧٪ عام ١٩٩٦ .

ولا تقتصر آثار الأزمة عند حدود التراجع في معدلات زيادة المتغيرات الإجمالية أو حتى تقلص مستوياتها ، إذ ترتب على الأزمة ومن خلال حركة المتغيرات الإجمالية تأثيرات بعيدة المدى على الجوانب الاجتماعية ومستوى معيشة الطبقات الدنيا ، ومن هنا لزم دراسة تأثير هذه الأزمة على حالة الفقر في هذه البلدان لدى القاعدة العريضة من المواطنين . ويحتل هذا الموضوع أهمية حيوية ، خاصة أن هذه البلدان - بلدان الأزمة الآسيوية الخمس - قد حققت معدلات غير مسبقة في التاريخ الإنساني للقضاء على الفقر ممثلا بمتوسط الدخل الفردي أو بمستويات الصحة والتعليم ، وبمعدلات أسرع بكثير من تلك التي حققتها الدول الصناعية المتقدمة في فترات انطلاقها السريعة<sup>(١)</sup> . ولقد أشرنا سابقا إلى سلوك المؤشرات المتعلقة بمستوى المعيشة وبالتنمية البشرية التي حققتها هذه المجموعة من الدول الآسيوية خلال ربع القرن الماضي السابق على انفجار الأزمة المالية . وحينما نناقش آثار الأزمة المالية الاجتماعية فإننا سوف نركز على موضوعين مهمين موضوع البطالة وموضوع مؤشرات الفقر (مستوى المعيشة) كنتاج لسلوك المتغيرات الكلية السابق الإشارة إليه . ولا شك في أن حالة الانكماش الاقتصادي الذي يعكسه سلوك هذه المتغيرات قد أثر تأثيرا بالغا في حياة و معيشة الملايين من سكان هذه الدول . وقد ترتب على هذا الانكماش الحاد في مستويات النشاط الاقتصادي زيادة مستويات الفقر وسوء التغذية وتراجع الإنفاق العام على الصحة والتعليم ، وزيادة معدلات الجريمة والعنف ، وتختلف آثار الأزمة من دولة إلى أخرى إذ تبلغ حدتها في إندونيسيا بينما تقل هذه الحدة في كوريا وماليزيا وتايلاند .

ففي تايلاند زادت البطالة بنسبة ٥٠٪ منذ بداية الأزمة لتصل إلى ١,٥ مليون نسمة (فبراير ١٩٩٨)، وكان من المتوقع أن يصل معدل البطالة إلى ٦٪ من القوة العاملة في نهاية عام ١٩٩٨. ووصل معدل البطالة في كوريا إلى ٧٪ من القوة العاملة وذلك في يونيو عام ١٩٩٨ ومن المتوقع أن يؤثر في ما يقرب من ٢ مليون عامل خلال عام ١٩٩٨ وذلك مقارنة بحوالي نصف مليون عامل عام ١٩٩٧<sup>(٣)</sup> وبالنسبة للفلبين زادت البطالة بحوالي مليون نسمة خلال الفترة من إبريل عام ١٩٩٧ إلى إبريل عام ١٩٩٨ ليصل مستواها إلى ٨,١٣٪ من القوة العاملة<sup>(٤)</sup> وتشير بعض التقديرات الرسمية في إندونيسيا إلى احتمال وصول عدد العاطلين إلى ١٠ ملايين عامل في الأشهر الأولى من عام ١٩٩٩ وذلك مقارنة بحوالي ٥,٤ مليون عاطل (٩,٤٪ من حجم القوة العاملة) عام ١٩٩٦. ولاشك في أن هذه الزيادة في أعداد العاطلين في دول الأزمة سوف تترجم نفسها في صورة انخفاض معدلات الأجور، انخفاض مستويات المعيشة والتغذية، زيادة التوتر الاجتماعي، الاختلالات الاجتماعية داخل الأسرة، زيادة العنف والجريمة، العودة إلى الريف وتفاقم عدد العاطلين بها، دخول جزء كبير من هؤلاء العاطلين الجدد إلى القطاع غير المنظم وما ينطوي عليه ذلك من آثار اجتماعية واقتصادية بالغة الأهمية. وقد ساعد على تدهور الحال في كل من إندونيسيا والفلبين وتايلاند الجفاف الشديد الذي لحق بهذه البلاد نتيجة لرياح «النينو»، هذا بجانب ما ترتب على تخفيض أسعار صرف عملات هذه الدول من آثار على ارتفاع الأسعار. إذ تشير بعض الدراسات إلى تضاعف أسعار العديد من الأدوية، كما زاد الرقم القياسي لأسعار المستهلك في إندونيسيا بنسبة ٣٨٪ فيما بين يونيو عام ١٩٩٧ و مارس عام ١٩٩٨ في حين بلغت الزيادة في الجزء الخاص بالسلع الغذائية في الرقم القياسي نسبة ٥٠٪ خلال ذات الفترة.

أما عن أثر الأزمة على الفقر ومدى انتشاره فقد حاولت دراسة للبنك الدولي بحث تأثير الانخفاض في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي على الفقر في المستقبل في ظل فروض معينة بديلة متعلقة بتوزيع الدخل القومي في دول الأزمة الآسيوية، وذلك باستخدام مقياسين لخط الفقر، المقياس الأول هو دولار واحد للفرد في اليوم (على أساس القوة الشرائية لأسعار العام ١٩٨٥)، وهو يكاد يقرب من مقياس خط الفقر المستخدم في الدول النامية الفقيرة (ويقرب من خط الفقر المستخدم في إندونيسيا)، أما

المقياس الثاني لخط الفقر فيمثل ٢ دولار أمريكي للفرد في اليوم وهو ما يقرب من خط الفقر المستخدم في الدول النامية متوسطة الدخل ، ففي ماليزيا وتايلاند يكاد لا يوجد إلا عدد ضئيل للغاية من الأسر التي تعيش عند مستوى أو أقل من مستوى خط الفقر الأول (دولار في اليوم) في حين يصل عدد من يعيشون تحت خط الفقر الثاني (٢ دولار في اليوم) حوالي ١٥٪ إلى ٢٠٪ من السكان ، على العكس من إندونيسيا والفلبين حيث يعيش نصف السكان تحت خط الفقر الثاني (٢ دولار في اليوم) <sup>(٥)</sup> .

ولا شك في أن الفقر يتسم بارتفاع حساسيته الشديدة للتغيرات في كل من معدلات النمو والتغير في نمط توزيع الدخل القومي . وقد حاولت الدراسة المذكورة تتبع الآثار المترتبة على الانخفاض في الدخل أو الاستهلاك الكلي بنسبة ١٠٪ فيما بين عامي ١٩٩٧ و ٢٠٠٠ باستخدام خط الفقر الأول (دولار أمريكي في اليوم) في حالة الفلبين وإندونيسيا وباستخدام خط الفقر الثاني (٢ دولار أمريكي في اليوم) لكل من ماليزيا وتايلاند ، وذلك بافتراض عدم حدوث تغير في نمط أو هيكل توزيع الدخل . وتشير النتائج إلى أنه مع عدم حدوث تغير في هيكل توزيع الدخل القومي فإن انخفاض نسبته ١٠٪ في الدخل أو الاستهلاك سوف يؤدي إلى تضاعف الفقر في إندونيسيا في حين سوف يتزايد الفقر بنسبة ٣٥٪ إلى ٥٠٪ في كل من الفلبين وتايلاند وماليزيا . فإذا تدهور هيكل توزيع الدخل فإن الأثر على حجم الفقر سوف يكون أعظم . ويقاس التغير في هيكل توزيع الدخل بمدى التغير في معامل جيني <sup>(٦)</sup> . فبالنسبة لإندونيسيا - مثلاً - فإن زيادة نسبتها ١٠٪ في معامل جيني (أي تدهور توزيع الدخل بنسبة ١٠٪) سوف تؤدي إلى زيادة الفقر بثلاثة أضعاف حيث يقفز عند الفقراء من نسبة ٧٪ من السكان إلى ما يزيد على ٢٠٪ من السكان ، على العكس إذا تحسن توزيع الدخل بنسبة ١٠٪ فإن معدلات الفقر سوف تظل على ما هي عليه .

ولقد قامت الدراسة بعد ذلك بتصور أكثر سيناريوهات النمو ملائمة لظروف كل دولة من دول الأزمة على حدة خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٠ . فبالنسبة لإندونيسيا فإن الانخفاض الشديد المتوقع في معدل النمو سوف يؤدي إلى إضافة ١٠٪ من السكان إلى من هم تحت خط الفقر عند حلول عام ٢٠٠٠ حتى ولو لم يتغير هيكل توزيع الدخل القومي ، ويعني ذلك زيادة عدد السكان تحت خط الفقر (دولار للفرد في اليوم) من

١٣ مليون عام ١٩٩٧ (حسب التقديرات المتاحة) إلى ٣٤ مليون في عام ١٩٩٩ و عام ٢٠٠٠ ، ومقارنة بحوالي ٢٢ مليون عام ١٩٩٥ و ٥٣ مليون عام ١٩٨٥<sup>(٧)</sup>.

#### (ج) آثار الأزمة على بقية أجزاء العالم :

من الصعب أن نتناول بالتفصيل تأثير الأزمة المالية الآسيوية في حركة الاقتصاد الحقيقي لكافة بلاد أو مناطق العالم ، فالبيانات المتاحة حتى الآن لا تسمح بذلك ، ومن ناحية أخرى يصعب في بعض الحالات عزل آثار الأزمة على حركة المتغيرات كمياً ، بمعنى أن الانخفاض في الناتج المحلي قد يكون راجعاً إلى عوامل أخرى غير متغيرات الأزمة . كذلك فحين ندرس آثار الأزمة فإننا لا نعني بذلك أن آثاراً الأزمة على الدول الأخرى كانت جميعها سلبية ، فقد ولدت حركة بعض المتغيرات آثاراً إيجابية ، مثال ذلك التراجع الحاد الذي ساد السوق الدولي للمواد الأولية بها فيها النفط ومن ثم الانخفاض السريع والكبير في أسعار المواد الأولية كانت له آثار إيجابية على معدلات التضخم في العديد من الدول الصناعية المتقدمة . كذلك سنحاول في دراستنا تركيز دراسة الآثار على عدد محدود من البلاد أو المناطق . فسوف نستبعد الدول الآسيوية<sup>(٨)</sup> الأخرى عدا اليابان ، هذا بالإضافة إلى الولايات المتحدة وأوروبا بجانب بعض الدول العربية خاصة تلك المنتجة للنفط وبعض الدول الأفريقية ، أما روسيا وبعض دول أمريكا اللاتينية فسوف نرجئ دراستها إلى حين البحث في عدوى الأزمة وآليات العدوى .

وحتى يمكن تقييم آثار الأزمة على الدول المشار إليها آنفاً فإننا نرى أنه من الضروري الإشارة وفي عجالة إلى طبيعة آثار الأزمة المالية الآسيوية بصورة عامة على حركة بعض المتغيرات .

إذا ترتب على الأزمة تراجع حاد في أسعار صرف عملات الدول الآسيوية تجاه العملات الرئيسية وخاصة الدولار . ويعني ذلك أن تصبح صادرات دول الأزمة أكثر تنافساً ، أي ازدادت المقدرة التنافسية للصادرات الآسيوية (دول الأزمة) في السوق العالمي وخاصة في الدول المستوردة لهذه المنتجات الآسيوية ، من ناحية أخرى يترتب على تراجع سعر الصرف أن تصبح الواردات السلعية من الخارج سواء من الولايات المتحدة أو غيرها أقل تنافساً في أسواق دول الأزمة ، بمعنى أن يصعب على الدول

الأخرى التي ارتفعت أسعار صرفها بالنسبة للعملات الآسيوية أن تصدر إلى دول الأزمة الآسيوية حيث تواجه صادراتها إلى هذه الدول منافسة شديدة . وفي هذا الصدد لا يفوتنا أن نشير إلى ما سبق أن أكدناه وهو أن آليات التصحيح التي أعقبت الأزمة مارست صلاحياتها من خلال تقلص الواردات عن طريق الانكماش الشديد الذي أصاب الطلب المحلي في دول الأزمة ، وهذا الأمر بجانب تراجع سعر صرف العملات الآسيوية يجعل الدخول إلى أسواق دول الأزمة أمرا غاية في الصعوبة ، بسبب تقلص الطلب على الواردات من ناحية وتراجع القدرة التنافسية لهذه الواردات في الأسواق المحلية لدول الأزمة الآسيوية من ناحية أخرى .

وأدت الأزمة المالية الآسيوية وما ترتب عليها من آثار إلى انخفاض الطلب العالمي على المواد الأولية ومن ثم تراجع أسعار المواد الأولية في السوق العالمي ، ولم يقتصر الأمر على النفط فقط ولكن امتد إلى السلع الأولية الأخرى الزراعية والصناعية والمعادن المختلفة ، فقد ترتب على الأزمة انخفاض الطلب (الاستهلاك) على النفط الخام في دول الأزمة بما يزيد على ٥٠٠ ألف برميل يوميا<sup>(٩)</sup>، وقد انخفضت أسعار النفط الخام في الربعين الأول والثاني من عام ١٩٩٨ بنسبة ٥ ، ٣٥٪ و ٣٠٪ على التوالي مقارنة بالربعين المقابلين من عام ١٩٩٧ ، في حين بلغ الانخفاض في الربعين الثالث والرابع من عام ١٩٩٨ نسبة ٣٢٪ و ٤٠٪ على التوالي مقارنة بالربعين المقابلين من عام ١٩٩٧ ، وبلغ متوسط الانخفاض عام ١٩٩٨ نسبة ٥ ، ٣٤٪ عن مستوى عام ١٩٩٧<sup>(١٠)</sup>.

كما شهدت أسعار المواد الأولية الأخرى انخفاضا حادا ففي يوليو عام ١٩٩٨ أشار الرقم القياسي لأسعار كافة المواد الأولية (المقوم بالدولار) إلى انخفاض نسبته ٦ ، ٢٠٪ عن الشهر المقابل من عام ١٩٩٧ في حين أشار الرقم القياسي لأسعار المواد الغذائية إلى انخفاض نسبته ٩ ، ١٧٪ في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بالشهر المقابل من عام ١٩٩٧ ، أما المواد الأولية الصناعية فقد أشار الرقم القياسي لأسعارها إلى انخفاض نسبته ٥ ، ٢٣٪ في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بالشهر المقابل من عام ١٩٩٧ ، أما الرقم القياسي لأسعار المعادن العالمية (النحاس ، النيكل ، الزنك ، الرصاص ، الصفيح . . إلخ) فيشير إلى انخفاض نسبته ٥ ، ٢٥٪ في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بيوليو عام ١٩٩٧ ، في حين يؤكد الرقم القياسي لأسعار المواد الأولية الزراعية غير الغذائية إلى انخفاض نسبته

٩, ٢٠٪ في يوليو عام ١٩٩٨ مقارنة بـ يوليو عام ١٩٩٧<sup>(١١)</sup>. وتؤكد بيانات الربعين الأول والثاني لعام ١٩٩٨ مقارنة بالفترة المقابلة من عام ١٩٩٧ ذات الاتجاه العام النزولي لأسعار المواد الأولية. وتجدد الإشارة هنا إلى أن هذا الانخفاض في أسعار المواد الأولية لا يرجع فقط إلى انخفاض الطلب نتيجة لانخفاض الدخل أو لتباطؤ حركة النشاط الاقتصادي والإنتاج الصناعي، ولكنه يعود أيضا إلى وجود فائض في العرض، أي زيادة الطاقة الإنتاجية عن مستوى الطلب السائد، ولا شك في أن حالة النفط الخام خير دليل على هذا الحكم.

وقد ترتب على الأزمة المالية الآسيوية هجرة رؤوس الأموال إلى الدول الصناعية المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها واحة الأمان للمستثمر، ولم تقتصر الهجرة على رؤوس الأموال من دول الأزمة فقط ولكنها امتدت لتشمل العديد من الدول النامية الأخرى سواء في آسيا أو أفريقيا أو أمريكا اللاتينية. وقد ولدت هذه الحركة لرؤوس الأموال أثارا مهمة على الدول النامية والمتقدمة على السواء، إذ أدت هجرة رؤوس الأموال إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة المدى على أدوات الدين العام في الدول المتقدمة.

في ضوء ما سبق يمكن دراسة آثار الأزمة على الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية الأخرى. ولا شك في أن الأزمة كانت لها آثار إيجابية على معدلات التضخم المحلي سواء في الولايات المتحدة على وجه الخصوص، أو بالنسبة لدول منظمة التعاون والتنمية على وجه العموم. ذلك أن تراجع أسعار صرف عملات دول الأزمة الآسيوية قد أدى إلى انخفاض حاد في أسعار وارداتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وسواء كانت هذه الواردات في شكل سلع نهائية أم سلع وسيطة تمثل مستلزمات إنتاج لبعض الأنشطة الصناعية في الولايات المتحدة. وقد ترتب على التراجع الكلي في أسعار المواد الأولية في السوق العالمية بجانب انخفاض أسعار الواردات تخفيف الضغوط التضخمية في الولايات المتحدة الأمريكية. فقد تراجع معدل التضخم السنوي في الولايات المتحدة (مقاسا بالرقم القياسي لأسعار المستهلك) إلى معدل سنوي نسبته ٦, ١٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بمعدل تضخم سنوي نسبته ٣, ٢٪ عام ١٩٩٧. وقد ترتب على ذلك ارتفاع كل من الأجور والدخول الحقيقية مما أدى إلى تنشيط الإنفاق الاستهلاكي الخاص الذي

يمثل (٦٥٪) من الناتج المحلي الإجمالي ، وهو ما ساعد على انتعاش الطلب المحلي في الولايات المتحدة . كذلك أدت هجرة رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة إلى تخفيض أسعار الفائدة بها وهو ما ساعد من ناحية أخرى على انتعاش الطلب المحلي (الاستهلاكي والاستثماري) .

ولقد ساعدت هذه الآثار الإيجابية على التخفيف من حدة الآثار السلبية التي ولدتها الأزمة على الاقتصاد الأمريكي خاصة فيما يتعلق بجانب صافي الصادرات . وحتى يمكن تفهم طبيعة أثر الأزمة على ميزان العمليات الخارجية للولايات المتحدة والدول المتقدمة الصناعية الأخرى ، تجدر الإشارة هنا إلى أن الأزمة وما صاحبها من انخفاض حاد في أسعار الصرف قد ولد عملية تصحيحية لموازين مدفوعات هذه الدول (دول الأزمة) بحيث تنتقل بها هذه العملية التصحيحية من حالة العجز إلى حالة الفائض في ميزان المدفوعات الجاري . وقد بدأت هذه العملية التصحيحية في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ، وكانت التقديرات أن تستمر عملية التصحيح حتى نهاية ١٩٩٩ بحيث يكون مجموع الفائض في ميزان العمليات الجارية الخارجية لدول الأزمة الخمس خلال الفترة ١٩٩٧ - ١٩٩٩ هو ١٠٠ بليون دولار أمريكي<sup>(١٢)</sup>، منها ٣٠ بليون دولار أمريكي في ١٩٩٧ ، ٥٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، و ٢٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٩ . ويبدو أن عملية التصحيح لم تؤت آثارها الفعلية في توليد فائض ميزان المدفوعات إلا مع بداية عام ١٩٩٨ . ولاشك في أن هذا الفائض سوف يقابله عجز في جهة أخرى ، وكانت كل التقديرات تشير إلى أن هذا العجز المقابل سوف يتولد في بعض الدول الآسيوية المجاورة كالصين وفي الأساس في الدول الصناعية المتقدمة أعضاء منظمة التعاون والتنمية .

وقد ترتب على الانخفاض الحاد في سعر صرف عملات دول الأزمة الخمس أمام الدولار الأمريكي أمران : الأمر الأول هو زيادة المقدرة التنافسية للصادرات الآسيوية في السوق الأمريكية ، وتراجع المقدرة التنافسية للصادرات الأمريكية في أسواق دول الأزمة الآسيوية . وترتب أيضا على انكماش الطلب المحلي في دول الأزمة تقلص الطلب على الواردات بما فيها الواردات الأمريكية ، وهو ما جعل تلك الواردات تواجه صعوبات عديدة في الأسواق الآسيوية ، ولعل أهمية هذا العامل تعود إلى أن حوالي ٢٩٪ من الصادرات السلعية الأمريكية كان يتجه إلى الأسواق الآسيوية عام ١٩٩٧ مقارنة بنسبة

٢٢٪ عام ١٩٨٠ . وهكذا كانت آثار الأزمة على صافي الصادرات كبيرة ، فقد ترتب على تدهور صافي الصادرات انخفاض الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٢٪ في كل من الربعين الأول والثاني من عام ١٩٩٨ ، هذا الانخفاض في الناتج المحلي إنما يزيد عن متوسط الانخفاض والذي بلغ نسبة ٥,٠٪ من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي نتيجة للأثر السالب لصافي الصادرات ، وبالتالي فإن الأثر الصافي للأزمة الآسيوية من خلال تأثير صافي الصادرات السالب إنما يمثل ١,٥٪ من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي . وتشير بيانات الولايات المتحدة إلى أن عجز ميزان المدفوعات الجاري قد ارتفع من ٢, ١٥٥ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٢, ٢٣٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، في حين ارتفع عجز الميزان التجاري من ١١٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ١, ١٧٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ . ولا يعود هذا العجز كله إلى الأزمة الآسيوية فهناك عوامل أخرى منها الارتفاع المستمر في سعر صرف الدولار الأمريكي خلال عام ١٩٩٨ وزيادة معدلات نمو الطلب المحلي الإجمالي خاصة الاستهلاك النهائي الخاص .

أما الاقتصاد الياباني - ثاني أكبر اقتصاد متقدم في العالم حيث يستوعب سوقه حوالي سدس صادرات دول الأزمة الآسيوية الخمس - فقد تأثر بالأزمة من عدة نواح . فاليابان هي من أكثر الدول المستوردة للمواد الأولية الصناعية وخاصة النفط وعدد من المعادن الأخرى ، ولا شك في أن انخفاض أسعار المواد الأولية بما فيها النفط قد أثر تأثيراً إيجابياً في معدلات التضخم المحلية ، كما ساعد على رفع الكفاءة الإنتاجية للعديد من الصناعات اليابانية . من ناحية أخرى كانت البنوك اليابانية هي أكثر البنوك العالمية انكشافاً لدول الأزمة ، وهو ما خلق ضغطاً عديدة على الجهاز المصرفي الياباني وأدى إلى تفاقم مشكلة المديونية الصعبة لدى العديد من البنوك اليابانية والتي كانت موجودة قبل الأزمة الآسيوية ومنذ انفجار بالون أسعار الأصول في اليابان في عام ١٩٩١ . ولقد أدت الأزمة الآسيوية إلى تصاعد الضغوط من أجل إعادة هيكلة الجهاز المصرفي الياباني ، ولا شك في أن العبء الأساسي في برنامج إصلاح الجهاز المصرفي - خاصة مشكلة الأصول المتعثرة - قد تحمته المالية العامة . فعلى سبيل المثال تحملت الموازنة العامة اليابانية (أكتوبر ١٩٩٨) ما يوازي ٥٥٠ بليون دولار كبرنامج لمواجهة مشكلة الديون المتعثرة لدى الجهاز المصرفي الياباني .

وبالنسبة لليابان فمن المتوقع أن تتخطى الآثار الإيجابية الناجمة عن ضعف وتراخي الطلب المحلي ، وانخفاض أسعار المواد الأولية ، وتراجع سعر صرف الين أمام العديد من العملات الأساسية الأخرى الآثار السلبية الناجمة عن عمليات التصحيح التي تتم في بلدان الأزمة الآسيوية المجاورة ، بحيث يمكن القول إن فائض ميزان المدفوعات الياباني سوف يتزايد عام ١٩٩٨ ، وهو ما حدث بالفعل حيث قفز فائض ميزان المدفوعات من ١٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٧٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ . أما فائض الميزان التجاري فقد قفز من ٤٧,٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٨٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ .

أما عن دول الاتحاد الأوروبي فقد تأثرت كالدوليات المتحدة الأمريكية بالأزمة الآسيوية وإن كان بدرجة أقل نظرا لضعف الروابط التجارية بين الاتحاد الأوروبي ودول الأزمة الآسيوية الخمس ، فحوالي ٦,٥٪ من صادرات الاتحاد الأوروبي يتجه إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس ، وتبلغ نسبة الواردات من دول الأزمة الخمس ٦,٥٪ من إجمالي الواردات العالمية لدول الاتحاد الأوروبي (باستبعاد حجم التجارة البينية داخل دول الاتحاد الأوروبي)<sup>(١٣)</sup> ونظرا لأن أغلب دول الاتحاد الأوروبي هي دول مستوردة للمواد الأولية سواء أكان النفط أم غيره من المواد الأولية الصناعية بجانب بعض المعادن ، فإن انخفاض الأسعار العالمية للمواد الأولية عام ١٩٩٨ - نتيجة للأزمة الآسيوية كان له آثار إيجابية على معدلات التضخم في دول الاتحاد الأوروبي ، وهكذا انخفض متوسط معدل التضخم السنوي في دول الاتحاد الأوروبي من ١,٩٪ عام ١٩٩٧ إلى ١,٧٪ عام ١٩٩٨ . ولا جدال أن دول الاتحاد الأوروبي سوف تتأثر سلبا بعملية التصحيح التي تمت في دول الأزمة الآسيوية الخمس والتي مازالت مستمرة حتى الآن ومن المتوقع لها الاستمرار حتى نهاية عام ١٩٩٩ . وقد انخفض فائض ميزان المدفوعات لدول الاتحاد الأوروبي من ١٢٣,٣ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ٩٦,٦ بليون دولار أمريكي<sup>(١٤)</sup> عام ١٩٩٨ ، كما تراجع الميزان التجاري لدول الاتحاد الأوروبي من ١٧٩,٧ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ إلى ١٦٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٨ ، ومن المتوقع انخفاضه إلى ١٥٧,٦ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٩ . ولا يمكن القول إن هذا التراجع في فائض الميزان الخارجي لدول الاتحاد الأوروبي إنما يعود بأكمله إلى عملية التصحيح الناجمة عن الأزمة المالية الآسيوية ولكن لها دور مهم في هذا الصدد .

أما عن تأثير الأزمة على الدول العربية فقد كانت أكثر الدول العربية تأثراً بالأزمة هي الدول العربية المنتجة والمصدرة للنفط الخام ومنتجاته . فنتيجة للانخفاض في أسعار النفط الخام في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ ثم تسارع هذا الانخفاض خلال عام ١٩٩٨ كما أشرنا سابقاً في هذا الفصل ، تأثرت هذه الدول من خلال تراجع كل من الناتج المحلي النفطي ، وحصيلة الصادرات النفطية التي تمثل في هذه الدول ما يزيد على ٨٥٪ من صادراتها باستثناء جمهورية مصر العربية حيث تمثل صادراتها النفطية ٢٥٪ من جملة صادراتها . ولا يمكن في هذا المضمار تناول كافة البلاد العربية المصدرة للنفط ولكننا سوف نقتصر على دول مجلس التعاون الخليجي بجانب جمهورية مصر العربية .

نظراً للأهمية المحورية التي يحتلها النفط في توليد الناتج المحلي الإجمالي فقد تأثرت هذه الدول بتراجع أسعار النفط العالمية عام ١٩٩٨ ، ويمثل الناتج المحلي النفطي في هذه الدول أهمية خاصة حيث يصل إلى ٤٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الكويت ، بينما تصل النسبة إلى ٣٦,٨٪ في السعودية ، و ٣٠,٤٪ في دولة الإمارات المتحدة ، و ١٤,٨٪ في البحرين ، و ٤٠٪ في عمان ، و ٣٦,٤٪ في قطر . . إلخ . وقد ترتب على تراجع أسعار النفط العالمية انخفاض حاد في حصيللة صادرات هذه الدول عام ١٩٩٨ وتأثرت بالتالي موازينها التجارية ، وبالتبعية موازين مدفوعاتها الخارجية . ففي الكويت انخفضت حصيللة الصادرات النفطية بنسبة ٣٦,٨٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ٦,٣٪ عام ١٩٩٧ ، أما السعودية فقد سجلت صادراتها النفطية انخفاضا نسبته ٣١,٩٪ مقارنة بانخفاض نسبته ٣,٦٪ عام ١٩٩٧ ، وتراجعت حصيللة صادرات النفط في قطر بنسبة ٣٨,٣٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ١٩,٢٪ عام ١٩٩٧ ، أما دولة الإمارات العربية المتحدة فقد انخفضت صادراتها النفطية عام ١٩٩٨ بنسبة ٣٤,٩٪ مقارنة بزيادة نسبتها ٢٪ عام ١٩٩٧ . أما الجزائر وليبيا وهما دولتان نفطيتان ، خارج مجموعة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، ولكنها ضمن منظمة الأوبك ، فقد سجلت حصيللة الصادرات النفطية في الجزائر انخفاضا نسبته ٣٣٪ عام ١٩٩٨ في حين بلغ الانخفاض نسبة ٤,٤٪ عام ١٩٩٧ ، وفي ليبيا كان الانخفاض في حصيللة الصادرات النفطية بنسبة ٣٧,١٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بانخفاض نسبته ٦,٣٪ عام ١٩٩٧<sup>(١٥)</sup> . أما بالنسبة لجمهورية مصر العربية

فقد انخفضت حصيلة الصادرات السلعية بنسبة ٢٠٪/عام ١٩٩٨ بسبب انخفاض حصيلة صادرات النفط الخام .

ونظرا للأهمية الحيوية التي يحتلها الإنفاق العام في دول مجلس التعاون الخليجي بوصفه المحرك الأساسي لدورة الدخل والإنتاج ومن ثم لعملية النشاط الاقتصادي المحلي ، ونظرا للدور المحوري للإيرادات النفطية في الإيرادات العامة (ما يزيد على ٧٥٪ في المتوسط) ، فإن تراجع الإيرادات النفطية ومن ثم إيقاع حركة الإنفاق العام وتراجعها قد أدى إلى تراخي حركة النشاط الاقتصادي كما تترجمها معدلات نمو الناتج المحلي غير النفطي في هذه البلاد .

ولقد ترتب على تراجع حصيلة الصادرات النفطية تدهور موقف الميزان الخارجي للدول العربية المصدرة للنفط ومنتجاته ، ففي البحرين انخفض فائض الميزان التجاري عام ١٩٩٨ بنسبة ٨٦,٩ ٪ ، كما سجل فائض الميزان التجاري الكويتي انخفاضا بنسبة ٧٥,١ ٪ عام ١٩٩٨ ، في حين بلغ الانخفاض بنسبة ٩٣ ٪ في عمان عام ١٩٩٨ ، وسجل عجز الميزان التجاري في قطر زيادة نسبتها ٥٧,٧ ٪ عام ١٩٩٨ . أما جمهورية مصر العربية فقد سجل عجز الميزان التجاري فيها زيادة نسبتها ٤٠ ٪ عام ١٩٩٨ مقارنة بعام ١٩٩٧ حيث زاد عجز الميزان التجاري نظرا لتراجع حصيلة الصادرات النفطية بجانب الارتفاع المفاجئ للواردات بنسبة ١٧,١ ٪ عام ١٩٩٨ (١٦) نتيجة لتوسع الواردات من دول الأزمة الآسيوية نظرا للتراجع الحاد لأسعار صرف عملات هذه الدول وزيادة المقدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق المصري .

#### ( د - ) عدوى الأزمة الآسيوية :

أدى تزامن الأزمة في عدد من البلدان المجاورة إلى إطلاق اصطلاح «الأنفلونزا الآسيوية» على اعتبار أنها حالة عدوى حيث يتم انتقال المرض من دولة إلى أخرى قابلة لتلقى العدوى . وحقيقة الأمر أن استخدام هذا الاصطلاح يؤدي إلى بعض المشكلات المتعلقة بتزامن حدوث الأزمات المالية في عدد من البلاد أو بفارق زمني طفيف ، واصطلاح العدوى هو اصطلاح واسع فضفاض ينطوي تحت عباؤه أشكال مختلفة من الصدمات التي يمكن أن تنتقل عبر الحدود يختلف كل منها عن الآخر من حيث ما

يترتب عليه من نتائج وما يؤدي إليه من سياسات . ويرى البعض أن مفهوم العدوى لا يصح أن يمتد إلا إلى تلك الحالات التي ينتقل إليها المرض بكل صفاته وخصائصه على الرغم من أن حركة المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الذي انتقلت إليه العدوى لا تشير شبهه هذا الانتقال أو لا تشير إلى إمكانية هذا الانتقال .

ويمكن القول إن دراسات آليات العدوى أو آليات انتشار المرض قد أشارت إلى ثلاث آليات مهمة لانتشار المرض . أما الآلية الأولى فتركز على الصدمات العالمية التي تتزامن أثارها في عدد من البلاد بحيث تؤثر هذه الصدمات على المتغيرات الأساسية في هذه البلاد . بمعنى آخر فإن تزامن حركة الأسواق المالية يمكن تفسيرها بعوامل أو صدمات مشتركة . من أمثلة ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية ، في أوائل الثمانينيات فقد ولد أزمة المديونية المكسيكية وكذلك أزمة المديونية في دول أمريكا اللاتينية في ذلك الوقت (١٧) . ومن أمثلة ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الألمانية في عام ١٩٩٢ ( في أثناء أزمة نظام سعر الصرف الأوروبي ERM ) فخلال هذه الأزمة تعرض الفرنك الفرنسي والجنيه الأيرلندي والكرونا السويدية إلى تصاعد ضغوط المضاربة عليها بعد تعويم الليرة الإيطالية والجنيه الإسترليني والماركة الفنلندية . كذلك الأمر في ارتفاع سعر الفائدة الأمريكي عام ١٩٩٤ (خلال أزمة التاكيلا) ، كما يشار في هذا الصدد إلى انخفاض سعر صرف الين الياباني أمام الدولار الأمريكي في صيف عام ١٩٩٥ ، إذ كان من العوامل الخارجية التي ساعدت على تولد الضغوط التي واجهتها الأسواق الآسيوية ويطلق البعض على هذه الصدمات اسم «الآثار الموسمية» أو «الآثار المانسونية» "Mon Soonal effects" نسبة إلى المانسون وهي رياح جنوبية غربية تهب على الهند من المحيط الهندي في فصل الصيف وتكون مسؤولة عن موسم الأمطار الذي ترتبط به الزراعة في العديد من مناطق الهند (١٨) .

أما الآلية الثانية فتشير إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد معين (أو مجموعة من البلدان) على سلوك وحركة المتغيرات الكلية الأساسية في دولة أو مجموعة أخرى من الدول . وتعمل هذه الآلية من خلال عدد من الروابط الحقيقية مثل التجارة الدولية أو التنسيق بين السياسات . وتربط التجارة بين الاقتصاديات المختلفة بحيث يترتب على تخفيض سعر الصرف في دولة معينة زيادة مقدرتها التنافسية ، أي المقدرة التنافسية

لسلعها في السوق الدولي ، ومن ثم تناقص المقدرة التنافسية للدول الأخرى<sup>(١٩)</sup> . ولا تتوقف الآثار المترتبة على ذلك عند حد زيادة مبيعات ومن ثم زيادة إنتاج الدولة التي قامت بتخفيض عملتها ، ذلك أن التراجع في المقدرة التنافسية للدول الأخرى إذا كان كبيرا وحادا فإنه سوف يدفع إلى تخفيض سعر الصرف وتزايد الضغوط على عملات هذه الدول . كذلك فإن التنسيق بين السياسات قد يربط بين اقتصاديات دول متعددة لأن استجابة أو رد فعل دولة معينة لصدمة اقتصادية ما قد يدفع دولة أخرى لاتباع ذات السياسات .

ويرى البعض<sup>(٢٠)</sup> أن الروابط التجارية بين عدد من الدول المجاورة يمكن أن تكون عنصرا مهما في تفسير بعض الآثار الخارجية للأزمات ، إلا أنها ليست كافية لتفسير ما حدث في شرق وجنوب شرق آسيا . « فإذا كانت الأسواق المالية في المنطقة قد خضعت لضغوط شديدة ومتصاعدة بعد انهيار سعر صرف البات التايلاندي في ٢ يوليو لعام ١٩٧٧ فإنه من الصعوبة قبول حجم الروابط التجارية في تفسير انتقال الضغوط على أسعار الصرف من تايلاند إلى الدول الخمس الأخرى »<sup>(٢١)</sup> . وذلك أنه طبقا لهذه الرؤية - لا تتعدى صادرات تايلاند للدول الآسيوية الأخرى نسبة ٤٪ من صادراتها ، مما يؤكد أن التجارة البينية ليست مصدرا للضغوط على أسواق المال<sup>(٢٢)</sup> .

ويمكن النظر إلى الروابط التجارية من ناحية أخرى ألا وهي إن بعض الدول تشارك في خاصة التصدير لدولة ثالثة ، فالدول الأزمة الآسيوية الخمس تصدر جزءا مهماً من صادراتها إلى اليابان - يتراوح بين نسبة ١٠٪ في حالة كوريا و ٢٤,٧٪ في حالة إندونيسيا وكذلك إلى الولايات المتحدة - حيث تتراوح النسبة بين ٦,١٦٪ في حالة كوريا و ٣٤,٧٪ في حالة الفلبين - وبالتالي تنظر بعض التفسيرات إلى الروابط التجارية غير المباشرة - حيث تتم المنافسة في أسواق دولة ثالثة - على أن لها اليد الطولى في دفع عملية التخفيض التنافسي لأسعار الصرف . وبينما يرى البعض أنه لا يوجد دليل على صحة هذه الحجة ، تشير دراسة لبنك التسويات الدولية إلى أنه « على الرغم من اختلاف هيكل الصادرات بين دول الأزمة الآسيوية الخمس - نسيج وأحذية في دولة ما ، آلات ومعدات وأدوات كهربائية في دولة أخرى - فإن كل دولة منها تتنافس تنافسا قريبا على الأقل مع دولتين أخريين . ويتضح ذلك من معاملات الارتباط لنصيب

الصادرات في إحدى عشرة مجموعة سلعية متجهة إلى ثلاث مناطق جغرافية هي : الاتحاد الأوروبي ، والولايات المتحدة ، واليابان ، وتوضح الدراسة أن الدول المتنافسة تنافسا قريبا حققت تخفيضا متشابها لسعر صرفها أمام الدولار، وبالتالي حركة محدودة لسعر الصرف في مواجهة بعضها البعض<sup>(٢٤)</sup>. ويدخل البعض تحت غطاء الآلية الثانية أيضا عامل السيولة حيث يمكن أن يترتب على نقص أو تراجع السيولة بحددة في سوق معين قيام المؤسسات المالية الوسيطة بتسييل بعض الأصول في أسواق ناشئة أخرى<sup>(٢٥)</sup>. وقد لعب هذا العامل - كما سنعلم عند الحديث عن الأزمة الروسية دورا مهما سواء في تفجيرها أو في تعميقها . ونحن نرى أن هذه القناة لانتقال العدوى تدخل تحت عباءة الآلية الثالثة .

أما الآلية الثالثة للعدوى فيمكن تعريفها بأنها الزيادة في الحركة الجماعية للأسواق أو الزيادة في تزامن حركة الأسواق والتي لا يمكن تفسيرها بالعوامل السابقة أي لا يمكن تفسيرها بالآليتين السابقتين . ويعرفها البعض الآخر<sup>(٢٦)</sup> بأنها ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية والتي لا يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الكلية الأساسية . وفي مثل هذا التعريف علينا أن نفرق بين الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية المدفوعة بفعل المتغيرات الكلية الأساسية والحركة المتزامنة المدفوعة بعوامل غير المتغيرات الكلية الأساسية . وهذا التفسير الثالث أو المفهوم الثالث للعدوى إنما ينظر إلى الأسواق المالية من وجهة نظر المستثمر الدولي ، وتستند التفسيرات العديدة لهذه الآلية الثالثة - والتي يطلق عليها «العدوى الصافية»<sup>(٢٧)</sup> خلافا للآليتين السابقتين - على فكرة ومفهوم التوازن المتعدد<sup>(٢٨)</sup> ، وسيولة أسواق رأس المال ، والتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم شاملة غريزة القطيع ، وعوامل متعلقة بالاقتصاد السياسي . ويمكن القول إنه باستثناء العوامل المتعلقة بالاقتصاد السياسي ، فإن العوامل الأخرى تشترك جميعها في كونها تقوم في الأساس على تغير هيكل وجذري في توقعات المستثمرين<sup>(٢٩)</sup> ، بشرط أن تكون تلك التوقعات من التي لا ترتبط بتغير المتغيرات الأساسية الكلية .

ونعني بالتوازن المتعدد في دولة ما انتقال الدولة من حالة توازن حميد (لا توجد فيه أزمة لميزان المدفوعات أو سعر الصرف) إلى توازن غير حميد (ينطوي على أزمة في ميزان

المدفوعات وأزمة في سعر الصرف) ، أو القفز من توازن حميد (لا ينطوي على انهيار في المصارف) إلى توازن غير حميد (ينطوي على انهيار في المصارف) ، وكل ذلك على شريطة أن يكون الانتقال من التوازن الحميد (أو الجيد) إلى التوازن غير الحميد (السيئ) نتيجة لانفجار أزمة مالية في دولة ناشئة أخرى . ولا شك في أن القابلية للعدوى – وبالتالي القفز من توازن حميد إلى آخر غير حميد – إنما تزداد كلما تزايد الدين الخارجي ذو الفائدة المتغيرة ، وكلما انخفض مستوى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية ، وكلما كان الميزان التجاري في حالة عجز . ولا يعنى الانتقال أو القفز من التوازن الحميد (الجيد) إلى التوازن غير الحميد (السيئ) أنه من الممكن وبأسلوب مباشر القفز مرة أخرى والعودة إلى التوازن الحميد ، ذلك أن التوازن غير الحميد قد يكون عميقا ومعمرًا ، إذ تشير خبرة كل من المكسيك وتايلاند إلى أن تصاعد الضغوط على العملة وما أعقبها من انخفاض حاد في أسعار الصرف ترتب عليه آثار عميقة على ثقة المستثمرين وعلى صحة المؤسسات المالية وغير المالية التي ترتفع نسبة مديونياتها بالعملة الأجنبية . ويرى البعض أن الأزمة ليست إلا توازنا غير حميد في موقف يتسم بتعدد نقاط التوازن . ويتحقق التوازن غير الحميد حينما يتوقع كل مستثمر قيام المستثمرين الآخرين بتصفية أصولهم والانسحاب من السوق ، ومن هنا يصبح السلوك الرشيد لكل مستثمر هو السلوك الذي يتلاءم وتوقعاته ، أي الانسحاب المفاجئ من السوق . وحينما يتحقق ذلك تنفجر الأزمة .

وينظر البعض إلى العدوى بمنظار مختلف إذ يرى فيها أنها من قبيل «ناقوس تنبيه للاستيقاظ» أو «جهاز التنبيه للاستيقاظ» ، إذ قد يترتب على انفجار الأزمة في دولة ناشئة أن يعيد المستثمرون تقديرهم أو تقييمهم أو نظرتهم إلى المؤشرات الأساسية الكلية التي لم تتغير قيمها ، أي ظلت على ما هي عليه<sup>(٣٠)</sup> . وباعتقادي أننا في هذا الصدد قد نكون أمام إحدى حالتين : الحالة الأولى تتمثل في تدني مستوى المؤشرات الكلية الأساسية – قبل الأزمة – إلا أن المستثمرين تحت تأثير موجة التفاؤل لم يتجهوا إلى ذلك إلا حين انفجرت الأزمة في مكان آخر (ناقوس التنبيه) مما ترتب عليه توضيح حقيقة هذه المتغيرات – التي لم تتغير قيمتها كما سبق أن أكدنا – وهو ما أدى إلى إعادة ترتيب سلوك المستثمرين ، مثال ذلك حالة الجهاز المصرفي في دول جنوب شرق آسيا . أما الحالة الثانية فهي حالة وجود مؤشرات أساسية كلية مقبولة من حيث المستوى ولا غبار

عليها، إلا أن حدوث الأزمة في مكان آخر (جرس التنبيه) ، أدى إلى إعادة النظر في هذه المؤشرات وتغيير الرؤية بالنسبة إليها ، أي إعادة تقييمها والنظر إليها بمنظار آخر يؤدي إلى تغيير في سلوك المستثمرين . وحقيقة الأمر أنه في دراسة الأزمات المالية فإنه من الصعوبة بمكان تحديد ذلك الجزء للأزمة الذي يمكن تفسيره بفعل «ناقوس التنبيه» وذلك الجزء الذي يعود إلى العدوى الصافية ، فالأزمة إما أن تكون راجعة إلى فعل ناقوس التنبيه أو إلى فعل العدوى .

ويدخل في نطاق آلية العدوى ما سبق الإشارة إليه عن سيولة رأس المال ، إذ قد يترتب على انفجار الأزمة المالية في دولة ما حدوث صدمة سيولة للمستثمرين ، مما يدفع إلى إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية مما يؤدي إلى بيع بعض أنواع الأصول وهو ما يترتب عليه انخفاض حاد في أسعار الأصول في دول أخرى غير الدول أو الدولة التي انفجرت فيها الأزمة ، وقد يترتب على تراجع السيولة في سوق معين قيام المؤسسات المالية بتسييل بعض الأصول في أسواق ناشئة أخرى مما يدفع بأسعار هذه الأصول للانخفاض . من ناحية أخرى فإن انهيار أسعار بعض الأصول المالية في بلد الأزمة قد يؤدي إلى تغير جذري في تركيبة أو هيكل المحافظ الاستثمارية العالمية من حيث الوضع النسبي للأصول المختلفة الذي يحدد في الأساس بناء على اعتبارات المخاطر . هذا الاختلال في تركيبة أصول المحافظ الاستثمارية قد يدفع بالمستثمرين إلى تصحيحها وإعادة ترتيب هيكلها مما يؤدي إلى بيع بعض الأصول وهو ما يدفع إلى تراجع أسعارها .

ويمكن أن تتولد العدوى نتيجة لما يشير إليه البعض من أن انفجار الأزمة في دولة ما قد يعيد ذاكرة أزمات سابقة ، مما يدفع بالمستثمرين إلى إعادة حساب مخاطرتهم وهو ما قد يؤدي إلى زيادة احتمالات مخاطر وانهيار دول أخرى مما يدفع إلى بيع أو التخلص من أصولها فتتجه الأسعار نحو الانخفاض ، هذا الانخفاض في أسعار الأصول لا يعود إلى ارتفاع معامل الارتباط بين المتغيرات الأساسية الكلية ، ولكن إلى ارتفاع معامل الارتباط بين الدواكر<sup>(٣١)</sup> .

ومن أهم آليات العدوى ما يترتب على أثر المحاكاة للأرباح والخسائر التي تحققت نتيجة لوضع استثماري معين . ذلك أن تحقيق الأرباح أو الخسائر نتيجة لتخفيض سعر الصرف في دولة معينة قد يترتب عليه تغير الأوضاع الاستثمارية التي تجعل تخفيضها آخر

لسعر الصرف ضروريا . ويمكن للمستثمرين الأجانب استثمار مكاسبهم الناجمة عن تخفيض لسعر صرف معين في قنوات تعمل على الاستفادة من تخفيض آخر . كذلك فإن تحقيق خسارة في استثمار معين في دولة معينة قد يدفع المستثمرين في دولة أخرى في ذات نوع الاستثمار إلى تصفية أوضاعهم . وهذا السلوك غير قاصر على المستثمرين الأجانب بل ينطبق أيضا على المستثمر المحلي . فالمستثمر المحلي الذي يقوم بتمويل شراء أصل محلي كالعقار مثلا عن طريق الاقتراض بالعملة الأجنبية يضع نفسه في مخاطر معينة ، فإذا لاحظ أن المستثمرين الذين لهم ذات المخاطر في دولة أخرى يحققون خسائر كبيرة فإنه سوف يحاول معالجة موقفه وتأمين مخاطره عن طريق شراء الدولار وهو ما قد يترتب عليه تدهور سعر الصرف المحلي . وقد لعب هذا العامل دورا مهما في الأزمة الآسيوية (١٩٩٧) . وهكذا فإن المستثمرين في آسيا الذين ارتبطت ثرواتهم باستمرار نظام سعر الصرف الثابت قاموا في مواجهة احتمالات الخسائر أو تحقيقها بسلوكيات كان من شأنها زيادة هذه الخسائر .

ومن أهم آليات العدوى أيضا قيام المستثمرين بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها . ففي أعقاب الأزمة المكسيكية (٩٤-٩٥) قام المستثمرون بالبحث ومتابعة تلك الدول التي تعاني من عجز كبير في ميزان المدفوعات وتبنى نظاما جامدا لسعر الصرف الثابت ، مما أدى إلى زيادة الضغوط على البات التايلاندي والدولار الهونج كونجي . ولا شك في أن الربط بين تايلاند وجمهورية التشيك عام ١٩٩٧ إنما ينطوي على منطق معين في هذا المضمار حيث تشترك الدولتان في نظام سعر الصرف الثابت بجانب معاناة كل منهما من عجز كبير في ميزان المدفوعات الجاري ، ولا شك في أن هذا التشابه بين سياسات سعر الصرف في كل من تايلاند وجمهورية التشيك أدى إلى التشابه في مجالات أخرى مهمة ، فقد لاحظ المستثمرون بناء على بيانات متاحة منذ عام ١٩٩٤ وحتى ١٩٩٧ وجود معامل ارتباط تاريخي مرتفع بين العائد على أدوات سوق النقد المقومة بالكرونا التشيكي والبات التايلاندي ، (٣٢ ، ٠) ويصل معامل الارتباط إلى ٤٨ ، ٠ إذا استبعدنا يومين في يناير عام ١٩٩٥ حيثما تأثر البات التايلاندي بأزمة البيزو المكسيكية<sup>(٣٢)</sup> ولا شك في أن خروج المستثمرين من دول الأزمة الآسيوية إنما انبنى على اقتناع بتشابه هذه الاقتصاديات وتلك الأسواق . وتلعب عقلية القطيع والسلوك المستند إليها دورا مهما في هذا المضمار ، ولا شك في أن الأسواق

الناشئة هي أكثر الأسواق عرضة لهذا السلوك (سلوك القطيع) ، فبدلاً من محاولة دراسة حالة الاقتصاد والسوق في كل دولة على حدة - وهو ما قد يبدو أمر مكلفاً - فإن السياسة المثلى إنما تتمثل في تزامن الانسحاب من مجموعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بالاضطراب في إحداها أو بمجرد ظهور المؤشرات الدالة على انهيار إحداها . وكما سبق أن أشرنا فإن المهم في سلوك القطيع ليس هو قناعة المستثمر بسوق معين ولكن قناعته بها هو سلوك الآخرين .

#### (هـ) قياس عدوى الأزمة

اتفق الاقتصاديون على أسلوب مباشر لقياس عدوى الأزمة من سوق إلى سوق ومن دولة إلى دولة . ويستند هذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتباط بين سوقين خلال فترة الاستقرار أو الهدوء ، وهى الفترة المعتادة ، وبينها خلال فترة الاضطراب أو الأزمة . أي مقارنة معامل الارتباط بين السوقين في فترة الهدوء وفترة الاضطراب . وتعرف العدوى بأنها الزيادة الكبيرة و المعنوية في معامل الارتباط خلال فترة الاضطراب أو الأزمة . وطبقاً لهذا المنهج إذا كان معامل الارتباط بين سوقين (كإيطاليا وألمانيا) معتدلاً ومعقولاً ، بحيث يترتب على حدوث أزمة في سوق كل منهما زيادة معنوية في الحركة الموحدة للسوقين فإن ذلك ينطوي على عدوى بالمفهوم السابق . وطبقاً لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى وبمجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق .

فإذا كان هناك معامل ارتباط قوي بين سوقين في الفترة المعتادة ، أي فترة الاستقرار والهدوء وظل هذه المعامل بين السوقين قويا دون زيادة معنوية يعتد بها بعد حدوث الأزمة أو الاضطراب المالي فإن ذلك لا ينطوي على عدوى بل لا يعدو أن يكون مجرد ارتباط متبادل بين سوقين . ومن هنا فإن وجود العدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين ، الأول : هو مجرد وجود ارتباط مهم يعتد به بين سوقين ، ثانياً : أن يزداد هذا الارتباط بين السوقين وقت الأزمة زيادة معنوية . ومن هنا فإن العدوى تعني أن الارتباط بين الأسواق يختلف اختلافاً جذرياً بعد الأزمة عنه قبلها ، في حين أن مجرد الارتباط المتبادل يعني عدم تغير العلاقة بين الأسواق بشكل كبير بعد الأزمة .

ولا شك في أن تقييم وقياس العدوى من الأهمية بمكان ، فالاعتقاد السائد في

أوساط المستثمرين أن الأزمة أو الاضطراب المالي إنها يرتبط بدولة ما وبالتالي فإن الروابط بين الأسواق المالية - سواء أكانت أسواق الأسهم أم غيرها - تبدو ضعيفة . نتيجة لهذه الفرضية فإن تنويع المحافظ الاستثمارية على المستوى الدولي يلعب دوراً مهماً في توزيع المخاطر وبالتالي تخفيضها ومن ثم زيادة العائد على الاستثمار . فإذا حدثت الأزمة وترتب عليها انتقال العدوى إلى أسواق أخرى فإن ذلك من شأنه خلخلة حجة تنويع محافظ الاستثمار . بالإضافة إلى ذلك فإن عدداً من الدراسات الخاصة بسلوك المستثمر تقوم على أساس افتراض أن رد فعل المستثمر يختلف جوهرياً بعد انفجار الأزمة أو حدوث الصدمة السالبة ، ولا شك في أنه من الأهمية بمكان دراسة سلوك ورد فعل المستثمر في الأوضاع المختلفة (الهدوء والاضطراب) ذلك أن الأزمات تنتقل من دولة لأخرى أو من سوق إلى سوق من خلال هذا السلوك . كذلك ترى بعض المؤسسات المالية وصانعو السياسات الاقتصادية أن انفجار أزمة مالية في دولة ما قد يؤثر سلباً على التدفقات المالية إلى دولة أخرى على الرغم من سلامة المؤشرات الأساسية الكلية في الدولة الأخرى وهو ما قد يؤدي إلى حدوث أزمة مالية في تلك الدولة الأخرى ، وهي أزمة لا تبررها بأي حال من الأحوال حالة المتغيرات والسياسات الأساسية الكلية في هذه الدولة . إذا حدثت مثل تلك العدوى فإن ذلك يشكل بذاته مبرراً لتدخل المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في محاولة لاستقرار الأوضاع في الدولة التي انتقلت إليها العدوى .

وهناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس العدوى في الأزمات المالية سواء في الأزمة الآسيوية أو الأزمة المكسيكية أو الأزمات السابقة عليهما ، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات جميعاً ، ومن ثم لا بد من الانتقاء ، وفي هذا الصدد اخترنا أحدث دراستين في هذا الموضوع منشورتين عام ١٩٩٩ ، الأولى هي دراسة تيموريبيج وإيان جولد فين منشورة في مطبوعات صندوق النقد الدولي عام ١٩٩٩ ودراسة فوربس وريجوبون وهي منشورة في مطبوعات المركز الوطني للبحوث الاقتصادية عام ١٩٩٩ ، وسوف نتناول فيما يلي نتائج هاتين الدراستين :

الدراسة الأولى تحاول قياس العدوى ونمطها ، هل كان هناك عدوى وما هو نمط هذه العدوى ؟ وذلك بين أسواق الصرف الأجنبي ، وأسواق الأسهم ، وأسواق

الفائدة ، وأسواق الدين الحكومي (أو فروق الفائدة على الدين الحكومي) ، وفي كل هذه الأسواق توضح النتائج مصفوفة معاملات الارتباط بين كل زوج من الأسواق (أو المؤشرات التي تم اختيارها في هذه الأسواق) وذلك خلال فترتين ، الفترة الأولى وهي فترة الأزمة المالية أو الاضطراب المالي وقد اختارت الدراسة فترة من ٢ يوليو عام ١٩٩٧ وهو تاريخ انخفاض البات التايلاندي ، وحتى أول مايو ١٩٩٨ ، وقد تم حساب معاملات الارتباط وإ خلال هذه الفترة مرة باعتبار الفترة كلها وحدة واحدة ومرة أخرى بتقسيم الفترة إلى فترات كل فترة منها ثلاثة أشهر تتابع حتى نهاية الفترة ، أما الفترة الثانية فهي فترة الهدوء وتمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ وحتى ديسمبر ١٩٩٦ وقد تم أيضا قياس معاملات الارتباط بها ، يلي ذلك اختبار ما إذا كانت هناك زيادة معنوية في معاملات الارتباط بين فترة الهدوء والاستقرار وفترة الاضطراب .

أما عن معاملات الارتباط في فترة الأزمة (يوليو ٧٩ - إبريل ٩٨) في سوق العملات بالنسبة للفترة كلها فتشير النتائج إلى معاملات ارتباط موجبة بين كل زوج من الدول ، وتخطت معاملات الارتباط ٢٥ ، ٠ وأعلى من ذلك في حالة سبعة أزواج من الأسواق من مجموع عشرة أزواج . وتصل معاملات الارتباط بين أسعار الصرف اليومية بين إندونيسيا وكل من كوريا وماليزيا والفلبين وتايلاند إلى ٢٥ ، ٠ ، ٣٦ ، ٠ ، ٢٦ ، ٠ ، ٢٨ ، ٠ على التوالي . ومعاملات الارتباط المرتفعة الأخرى إنما تتحقق في حالة ماليزيا مع كل من الفلبين وتايلاند (٣٣) (٢٨ ، ٠) و (٣٥ ، ٠) على التوالي ، وتايلاند والفلبين (٣١ ، ٠) ولا يوجد تأثير لانهباء الوون الكوري على العملات الأخرى على عكس المتوقع . وباستخدام فترات ثلاثة الأشهر المتتالية تزداد معاملات الارتباط في بعض الحالات بشكل ملحوظ ( تايلاند والفلبين ترتفع من ٢٢ ، ٠ إلى ٧٥ ، ٠ ، كما تشير النتائج إلى أن أقوى ارتباط خلال الفترات كلها هو بين إندونيسيا وماليزيا ، ولا يبدو وجود تأثير يذكر للوون الكوري ، ولا للبات التايلاندي بالرغم من أن انهياره كان السبب في انفجار الأزمة .

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين أسواق الأسهم فتبدو معاملات الارتباط - سواء في الفترة الزمنية كلها كوحدة واحدة أو في الفترات المتتالية - أعلى منها في حالة أسواق العملات وإن كانت ما زالت صغيرة إلى حد ما ، ويبدو أعلى ارتباط بين أسواق ماليزيا

وإندونيسيا كما هو الحال في سوق العملات ، وكذلك الأمر في العلاقة بين سوق كل من ماليزيا وتايلاند (٧ ، ١٠) خلال الفترة من ديسمبر عام ١٩٩٧ - فبراير ١٩٩٨ ، أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين أسواق الفائدة فتبدو النتائج ضعيفة للغاية ولا يجوز الاعتماد بها بأي حال من الأحوال نظرا لعدم معنويتها من ناحية ولاختلاف اتجاهها بين موجب وسالب ، وربما يرجع ذلك لأن سعر الفائدة المستخدم - وهو سعر الفائدة بين البنوك لمدة ٢٤ ساعة لا يترجم تفاعل قوى السوق ، هذا بجانب أن سعر الفائدة في جميع بلدان الأزمة قد استخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية .

ويختلف الأمر كلية فيما يتعلق بمعاملات الارتباط بين فروق أسعار الفائدة على أدوات الدين الحكومي . وقد تم اختيار الديون الحكومية المقومة بالدولار الأمريكي ، أما فروق أسعار الفائدة فقد حسبت على أساس الفرق بين سعر الفائدة على القرض الحكومي (المقوم بالدولار الأمريكي) وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية التي لها ذات فترة الاستحقاق ، وذلك على أساس أن هذا الفرق يقيس المخاطر التي يتصورها الدائن لاحتمالات الإخلال بالوفاء بالالتزامات . وتوضح النتائج ارتفاع معاملات الارتباط بين الدول بشكل ملحوظ حيث تتراوح ما بين ٥١ ، ٠ في حالة (ماليزيا - تايلاند) إلى ٩١ ، ٠ في حالة (إندونيسيا - ماليزيا) ، حتى الدول التي تنخفض معاملات الارتباط بينها في كل من سوق العملة وسوق الأسهم (مثل الفلبين - تايلاند) يرتفع بالنسبة إليها معامل الارتباط في حالة فروق أسعار الفائدة حيث يصل في هذه الحالة إلى (٩١ ، ٠) وتبدو النتائج غاية في الأهمية والمعنوية سواء تعلق الأمر بقياس معامل الارتباط منظورا إلى الفترة كلها كوحدة واحدة ، أو على أساس تقسيمها إلى فترات متتابة كل فترة ثلاثة شهور .

الخطوة التالية كانت قياس معاملات الارتباط بين الأسواق في حالة الهدوء بنفس الأسلوب السابق الذي تم به قياس معامل الارتباط في حالة الاضطراب المالي ، وذلك على أساس أن فترة الهدوء والاستقرار تمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ إلى ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٦ . وقد أعقب ذلك اختيار ما إذا كانت معاملات الارتباط في أثناء الأزمة تمثل زيادة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في أثناء فترة الهدوء والاستقرار أم لا ؟ وتم فرز معاملات الارتباط التي تمثل زيادة في فترات الأزمة عن فترات الاستقرار على أساس

درجة معنوية ١٪ . وتوضح النتائج أن معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في فترة الاستقرار تكاد لا تختلف كثيرا عن الصفر، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في حالة الأزمة تبدو معنوية للغاية<sup>(٣٧)</sup> . وربما ترجع هذه النتيجة إلى سيادة نظام سعر الصرف الثابت قبل اندلاع الأزمة وبالتالي كانت حركة أسعار الصرف ضعيفة للغاية . وتشير نتائج معاملات الارتباط في حالة أسواق الأسهم إلى نتائج مختلطة ، ففي حالة الهدوء والاستقرار تبدو معاملات الارتباط بين أسواق الأسهم قوية وعالية نظرا لوجود تزامن بين حركة الأسواق وتوحد اتجاهاتها قبل الأزمة ، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط وقت الأزمة تبدو معنوية في بعض الحالات فقط<sup>(٣٨)</sup> ، أما في حالة أسعار الفائدة فباستثناء حالة كوريا - تايلاند (٣٧ ، ٠) لا توجد معاملات ارتباط ذات أهمية تذكر في حالة الهدوء والاستقرار ، أضف إلى ذلك أنه في ست حالات من بين عشر حالات تبدو الزيادة في معاملات الارتباط في فترات الأزمة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء .

أما في حالة فروق أسعار الفائدة على الديون الحكومية المقومة بالدولار فإنه في جميع الحالات تقريبا كانت الزيادة في معاملات الارتباط في حالة الأزمة مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء والاستقرار معنوية عند مستوى ١٪ . وهو ما يؤكد العدوى بالمقياس أو المفهوم السابق .

وقد حاولت الدراسة تأكيد نتائجها باستخدام علاقة الانحدار بين المتغير المالي من ناحية والعوامل المفسرة له من ناحية أخرى ، ولما كانت بيانات المؤشرات الأساسية الكلية ليس لها ذات معدل التكرار الذي تتمتع به البيانات المالية (كسعر الصرف وأسعار الأسهم يوميا) فقد تم اختيار متغير صوري أو وهمي<sup>(٣٩)</sup> بالاستناد إلى الأخبار اليومية الاقتصادية والمالية بعد تقسيمها إلى أخبار موجبة وأخبار سالبة ، أي ذات تأثير موجب وذات تأثير سالب ، وذلك على اعتبار أن المتغير الصوري الذي تم اختياره هو مؤشر قريب للمتغيرات الأساسية الكلية ، وحيث إن العدوى ما هي إلا الحركة المتزامنة والمشاركة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بفعل المتغيرات الأساسية الكلية ، فإن معامل الارتباط للمتغير المتبقي<sup>(٣٥)</sup> في معادلة الانحدار هو الذي يفسر العدوى ، فإذا ارتفعت معنوية معامل الارتباط كان ذلك دليلا مؤكدا على العدوى . وتوضح النتائج التي توصلت إليها الدراسة صحة هذه الفرضية .

أما الدراسة الثانية فتعرض لقياس العدوى بين أسواق الأسهم فقط ، و تمتد إلى الأسواق المالية الأخرى . وقد شملت الدراسة ٢٧ سوقا مالية هي أسواق الدول الآسيوية الخمس (دول الأزمة) بجانب اليابان وتايوان وسنغافورة ، وأربع دول من أمريكا اللاتينية هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك ، واثنيتي عشر دولة من دول منظمة التعاون والتنمية<sup>(٣٦)</sup> ، وثلاثة أسواق ناشئة أخرى هي الهند وروسيا وجنوب أفريقيا<sup>(٣٧)</sup> . وتقوم الدراسة بقياس العدوى في أثناء الأزمة المالية الآسيوية (١٩٩٧) ، والأزمة المكسيكية (١٩٩٤) ، وانهيار البورصة الأمريكية (١٩٨٧) . وقد أشارت الدراسة إلى أن الأزمة الآسيوية لم تكن محل اهتمام الرأي العام العالمي - حسب النشر في الصحف العالمية والإقليمية - إلا ابتداء من انهيار بورصة هونج كونج في ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ ، فمنذ ذلك التاريخ أو ابتداء من هذا الحدث أصبحت قضية الأزمة الآسيوية محل اهتمام العالم وموضوع الأخبار اليومية في الصحف العالمية . لذلك اعتبرت الدراسة أن فترة الاضطراب أو الأزمة المالية تمتد من تاريخ ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ (وهو تاريخ انهيار بورصة هونج كونج) ولمدة شهر بعد هذا التاريخ . أما فترة الهدوء والاستقرار فقد افترضت الدراسة أنها تمتد من أول يناير عام ١٩٩٦ وحتى بداية فترة الاضطراب المالي (١٠/١٦/١٩٩٧) . وقد قامت الدراسة بحساب العائد اليومي على الأسهم بالدولار وبالعملة المحلية ، ( ولم تختلف النتائج في الحالتين ) ، ثم قامت بحساب متوسط العائد في يومين لتأخذ في الاعتبار أن الأسواق المالية في البلاد المختلفة لا تعمل بالضرورة خلال ذات ساعات العمل .

وتشير النتائج فيما يتعلق بالأزمة الآسيوية ، إلى زيادة معامل الارتباط في فترة الأزمة زيادة ملحوظة ومعنوية مقارنة بمعامل الارتباط في فترة الهدوء . وتشير النتائج إلى : (١) وجود معامل ارتباط قوى بين أسواق الأسهم (بين سوق هونج كونج والأسواق الأخرى) في فترة الهدوء (٢) ارتفاع معامل الارتباط في فترة الأزمة المالية والآسيوية ارتفاعا معنويا (زيادة معنوية عند مستوى ٥٪) وهو ما يؤكد وجود العدوى - وتؤكد البيانات وجود العدوى بالمعنى السابق (زيادة معامل الارتباط زيادة معنوية) في خمس عشرة حالة من مجموع سبع وعشرين حالة تمت دراستها<sup>(٣٧)</sup> . وتتمثل حالات العدوى في ثلاث حالات في دول جنوب شرق وشرق آسيا هي : إندونيسيا وكوريا ، والفلبين ، وشيلي في أمريكا اللاتينية ، وأستراليا ، وبلجيكا ، وفرنسا ، وألمانيا ، وإيطاليا ،

وهولندا، وأسبانيا، والسويد، وسويسرا من دول منظمة التعاون والتنمية، هذا بجانب روسيا وجنوب أفريقيا. وقد تم إعادة الاختبار مرة ثانية مع تغيير فترات الأزمة والاضطراب حيث بدأت فترة الأزمة إما من ١ يونيو عام ١٩٩٧ (حينما انهار السوق التايلاندي) أو ٧ أغسطس عام ١٩٩٧ (حينما تدهور سويسا سوق كل من إندونيسيا وتايلاند) مع الانتهاء في مارس ١٩٩٨، كذلك زادت فترة الهدوء بحوالي ثلاث سنوات. المهم أن التوجه العام للنتائج لم يتغير بتغير الفترات، فقد زادت معاملات الارتباط في فترات الأزمة زيادة معنوية مقارنة بفترات الهدوء، وهو ما يعكس وجود عدوى بالمفهوم السابق الإشارة إليه. كذلك تم الاختبار مع تغيير مصدر العدوى بدلا من هونج كونج، ففي إحدى الاختبارات كان المصدر تايلاند بعد انهيار سوقها في يونيو عام ١٩٩٧، كما أجرى الاختبار بافتراض أن مصدر العدوى هو إندونيسيا وتايلاند بعد انهيار سوقهما سويسا في أغسطس عام ١٩٩٧، ولا أريد هنا الدخول في تفاصيل الدراسة فهو يخرج عن إطار هذا الكتاب. ولكن ما تجدر الإشارة إليه أن الاختبار للعدوى قد أجري في حالة أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ وكذلك في حالة انهيار السوق الأمريكية (١٩٨٧) مع تغيير البلاد المتأثرة بالعدوى في كل حالة، وتوضح النتائج أيضا ارتفاع معامل الارتباط بشكل معنوي في أثناء الأزمة مقارنة بفترة الهدوء<sup>(٣٨)</sup>.

ما أحب التأكيد عليه هو نظرة الدراسة ومفهومها حول منهجية قياس معامل الارتباط في فترات الأزمة مقارنة بفترات الهدوء باعتبار أن زيادة المعامل في فترات الأزمة زيادة معنوية هي مؤشر ودليل على وجود العدوى، إذ يرى الباحثان القائمان بهذه الدراسة أن قياس معامل الارتباط في وقت الأزمة لأسباب عديدة ينطوي بالضرورة على تحيز إلى أعلى في قيمة معامل الارتباط، وبالتالي فإن مقارنته بمعامل الارتباط في فترات الهدوء والاستقرار قد تؤدي بنا إلى نتائج خاطئة. لذلك السبب اقترح الباحثان ضرورة تعديل أو تصحيح معامل الارتباط في فترات الأزمة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى وإزالته، واقترحا منهجية محددة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى في معامل الارتباط وقت الأزمة<sup>(٣٩)</sup>. وفي جميع الاختبارات التي قاموا بها تم تعديل معامل الارتباط في فترات الأزمة. ففي فترات الأزمة بلغ متوسط معامل الارتباط للعينة كلها دون أي تعديل حوالي ٥٣،٠ في حين أن معامل الارتباط وقت الأزمة بعد التعديل بلغ ٣٢،٠، وكذلك الأمر وقت

الاستقرار فقد بلغ متوسط معامل الارتباط دون تعديل ٢٠, ٠ في حين بلغ متوسط معامل الارتباط بعد التعديل ٢٢, ٠ وبناء على هذا التعديل وإجراء الاختبارات فإن النتائج توضح بما لا يدع مجالا للشك في أن هناك زيادة في معاملات الارتباط في فترة الأزمة إلا أنها ليست زيادة معنوية (إلا في حالة واحدة من واقع ٢٧ حالة وهي حالة إيطاليا)<sup>(٤٠)</sup> وهو ما يعنى وجود ارتباط قوي ولكن لا توجد عدوى بمفهومنا السابق . ومن هنا يرى الباحثان أن النتائج بعد تعديل معاملات الارتباط مهمة ، إذ تشير إلى وجود ارتباط متبادل ولكنها لا تشير إلى وجود عدوى ، وبالتالي فإن ما يحدث من تزامن الحركة وتوحد سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل الأسواق بعضها للبعض بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها ، وهذا الارتباط يدفع إلى توحد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ، ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى . هل نقبل بتصحيح وتعديل معامل الارتباط وبالتالي النتائج المترتبة على هذا التعديل بمعنى وجود ارتباط متبادل ولا عدوى ، أم لا نقبل بهذا المنهج ونقبل نتائج قياس معاملات الارتباط دون تعديلها ؟ هذا أمر يحتاج إلى دراسة مستفيضة ولكن يكفيننا هنا مجرد قبول فكرة الارتباط المتبادل ، بمعنى أن الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في ذات الاتجاه وهذا ما نطلق عليه العدوى .

#### ( و ) أمثلة من حالات العدوى :

نحاول في هذا الجزء التعرض لأزمتين ماليتين هما الأزمة المالية الروسية والأزمة المالية البرازيلية باعتبارهما من توابع الأزمة المالية الآسيوية إلا أن كلا منهما قد خلق لنفسه ذاتية مستقلة وامتدت آثار كل من الأزمتين إلى خارج حدود أسواق الدولتين ، بل يمكن القول إن الأزمة الروسية كادت تولد أزمة عالمية من خلال تأثيرها في أوضاع صناديق التغطية الاستثمارية Hedge Funds لولا تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي ، وعلى الرغم من ذلك فقد انتقلت آثار هاتين الأزمتين إلى دول أخرى من خلال حركة المؤشرات المالية ومن خلال التأثير في أوضاع الجهاز المصرفي في العديد من الدول . وسوف نتناول فيما يلي هاتين الأزمتين على التوالي :

## أولا - الأزمة المالية الروسية :

في السابع عشر من أغسطس عام ١٩٩٨ استسلم البنك المركزي الروسي للضغوط المستمرة من جانب الأسواق على سعر صرف الروبل وقرر تغيير نظام الصرف السائد مما كان يعني تخفيضا فعليا للروبل بلغ ٣٤٪ . أضف إلى ذلك قيام الحكومة في ذات اليوم (١٧/٨/١٩٩٨) بإعلان توقفها عن خدمة الدين الأجنبي لمدة ٩٠ يوما ، بجانب إعادة هيكلة الدين المحلي وهو ما كان يعني توقفا فعليا عن الوفاء بالتزام ، هذا بجانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال . أما إعادة هيكلة الدين المحلي والبالغ ٢٩٠ بليون روبل فهو يتكون من إصدارات الـ . . GKO's و OFZ's حيث تبلغ هذه الأوراق ٧٣٪ من الدين المحلي<sup>(١)</sup>، أما أوراق الدين GKO فهي أذونات خزينة قصيرة المدى تبلغ قيمة الكوبون صفرا ، أما الأوراق OFZ فهي سندات للحكومة الفيدرالية لها كوبونات مستحقة دوريا . وتجدر الإشارة إلى أن الانهيار والاضطراب التي أصاب سوق أوراق الدين الحكومية قد دفع العائد على هذه الأوراق إلى ما يزيد على نسبة ٦٠٪ .

والواقع أن الأمور لم تكن وليدة السابع عشر من أغسطس ذلك أن ضغوط المستثمرين والأسواق في تصاعد مستمر وبمعدلات متسارعة منذ نهاية شهر مارس عام ١٩٩٨ ، ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل التي تضافرت ودفعت إلى زيادة توتر المستثمرين وقلقهم ومن ثم تصاعد ضغوطهم . وتمثل هذه العوامل في تصاعد عجز الموازنة إلى إبعاد خطره ، وتفاقم حجم الدين العام (الخارجي الداخلي) ، وتحول ميزان المدفوعات الجاري من حالة الفائض إلى العجز ، وبدأ تراجع الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية بشكل غير متلائم مع الالتزامات الخارجية قصيرة المدى . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى العوامل التالية :

١ - شهد عام ١٩٩٨ انهيارا كاملا لأسعار النفط الدولية وهو أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة ولخصيلة الصادرات السلعية . ويرجع انهيار أسعار النفط جزئيا إلى الأزمة الآسيوية وما أعقبها من انكماش حجم النشاط الاقتصادي ، ويقدر الانخفاض في الطلب على النفط نتيجة لهذه الأزمة بحوالي ٤٥٠ ألف برميل يوميا . وعلى الرغم من هذا الانخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق

على ما هي عليه بل تزايدت ، حيث تشير كافة الدراسات إلى أن روسيا ما زالت تسير على برامجها التسليحية كما كانت في ظل الحرب الباردة وصراع العملاقين متناسية بذلك الحقائق الجديدة في الساحة الدولية . ومن ذلك الإنفاق على الصواريخ الجديدة عابرة القارات ، وعلى حاملة الطائرات (أوميرال كورنيتسون) والباقرة الذرية (بطرس الأكبر) والغواصات الذرية الجديدة ، وتشير أكثر التقديرات تحفظا إلى أن هذا البرنامج التسليحي تبلغ تكلفته ٣٧ بليون دولار أمريكي<sup>(٤٢)</sup> . وقد رفض البرلمان في ٣٧ يوليو رفضا قاطعا الإجراءات الحكومية المقترحة لزيادة الإيرادات .

٢- زاد من أعباء الموازنة العامة وبالتالي من عجزها أعباء خدمة الدين العام المركزي الذي يتسم بقصر أجله . ونظرا لكبر حجم الدين والمخاطر به فقد دعا ذلك المستثمرين لأن يطلبوا هامشا مرتفعا لمواجهة هذه المخاطر ، وليس غريبا إذن أن يتخطى سعر الفائدة على السندات الحكومية ٥٠٪ خلال الشهور السابقة على الانهيار في أغسطس عام ١٩٩٨ . ولأن أغلب آجال استحقاق الدين الحكومي هي آجال استحقاق قصيرة الأجل فقد ترتب على ذلك أن أصبح الدين أكثر استجابة لصددمات الثقة والجدارة الائتمانية وصددمات تقلبات السوق . وقد أدى تفاعل كل من سعر الفائدة المرتفع وآجال الاستحقاق القصيرة الأجل أن استوعب سداد التزامات الدين (الفوائد) حوالي ٥٠٪ من الإيرادات العامة .

٣ - اتجه العديد من استثمارات بعض المؤسسات في دول جنوب شرق آسيا منذ عام ١٩٩٥ نحو الاستثمار في سوق الأسهم في روسيا ونحو شراء أدوات الدين الحكومي الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي ، نظرا لارتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل . وعلى سبيل المثال ففي خلال سنوات التسعينيات الأولى تم إنشاء عدد من بنوك الاستثمار Merchant Banks في كوريا الجنوبية . ولقد قامت هذه المؤسسات المالية بالاقتراض بالعملات الأجنبية (خاصة الدولار) من السوق الدولي - حيث سمح تحرير حساب رأس المال في كوريا بذلك - وقامت باستثمار حصيلة هذه القروض في أدوات الدين الحكومي وسوق الأسهم الروسية . وحينما انهارت السوق الكورية خاصة مع نهاية ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ وبدأت المؤسسات

المالية الكورية تعاني من شح في السيولة حاولت هذه المؤسسات التخلص من أوراق الدين الحكومية الروسية والأسهم الروسية التي في حوزتها مما ساعد على تسارع انهيار السوق المالي الروسي .

٤- تدهور الميزان الخارجي الروسي عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ ، حيث انخفض فائض ميزان المدفوعات الجاري من ١ ، ١٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ٩ ، ٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، في حين حقق عجزا مقداره بليون دولار أمريكي في الربع الأول من عام ١٩٩٨ نتيجة لانخفاض فائض الميزان التجاري إلى ١٢ ، ١ بليون دولار أمريكي . ولم يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات استجابة لانخفاض سعر صرف الروبل - فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي ، هذا بجانب أن ما يزيد على ٥٠٪ من واردات روسيا إنما تتمثل في سلع أساسية تتسم بانخفاض مرونتها السعرية .

٥- بدأت الضغوط على الروبل وعلى أسواق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس عام ١٩٩٨ ، إذ بدأ المستثمرون في الخروج من سوق الأسهم مع نهاية مارس حيث حقق السوق انخفاضا ملحوظا في ٢٣ مارس عام ١٩٩٨ . وحاولت الحكومة في نهاية مايو عام ١٩٩٨ بيع ٧٥٪ من حصة ملكيتها في شركة روزنفت وهي أكبر شركة بترول روسية ما زالت في يد الحكومة ، ولم يكن من الممكن تسويق هذه الحصة ، إذ عجزت عن جذب المستثمرين . وانخفض سوق الأسهم مرة أخرى مع تردد صندوق النقد الدولي في تقديم ما مقداره ٦٧٠ مليون دولار أمريكي وهو ما يمثل شريحة من قرضه لروسيا . وإذا كان سوق الأسهم قد شهد انتعاشا مؤقتا مع قيام المقرضين الدوليين لروسيا بالتعهد بتوفير تسهيلات إضافية قدرها ٢٢ بليون دولار أمريكي ، إلا أنها عادت للانهار مرة أخرى وبحدة في ١٠ أغسطس عام ١٩٩٨ واستمرت في التدهور منذ ذلك التاريخ في ١٣ أغسطس و ٢١ أغسطس ، والأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ .

٦ - ترتب على انهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية . وفيما بين نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وحتى نهاية الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ حققت صناديق

الاستثمار خسائر في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة تتراوح بين ٥٥٪ و ٨٢٪ . ويوضح الجدول رقم ( ٣ ) بالمحلق الإحصائي لهذا الفصل إشارة إلى أهم صناديق الاستثمار الدولية التي تعمل في السوق الروسية وصافي قيمة أصولها في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٧ و ٩ سبتمبر عام ١٩٩٨ والتغير في صافي قيمة الأصول ونسبة التغير في هذه القيمة ، مع الإشارة إلى هيكل المحفظة أو تركيبتها من حيث الأهمية النسبية للأدوات الاستثمارية المختلفة فيها ، ويؤكد الجدول أنه كلما ارتفع النصيب النسبي للأسهم في تركيبة الصندوق أو المحفظة الاستثمارية ارتفعت نسبة الخسارة في صافي قيمة أصول الصندوق أو المحفظة الاستثمارية .

٧ - استمر تدهور سعر صرف الروبل منذ ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ فقد حاولت الحكومة تخفيض الحد الأدنى للسعر من ١٣ ، ٧ روبل للدولار إلى ٥ ، ٩ للدولار ، ولكن قوى السوق دفعت هذا الحد الأدنى إلى أبعاد خطيرة . ففي ٢٥ أغسطس عام ١٩٩٨ سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له ، مما اضطر البنك المركزي في ٢٦ أغسطس إلى وقف تداول الروبل مقابل الدولار ، في حين أوقف التعامل بالروبل نهائيا في ٢٨ أغسطس ، ووصل الحد الأدنى لسعر صرف الروبل إلى ١٢ روبل للدولار ، واستمر تدهور سعر صرف الروبل في السوق غير الرسمي ليتخطى ١٨ وحتى ٢٠ روبل للدولار . ويكفي هنا الإشارة إلى أن دفعة الأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا في يوليو عام ١٩٩٨ والبالغ ٤ ، ٨ بليون دولار أمريكي ، اتجه منها بليون دولار أمريكي إلى وزارة المالية لمواجهة التزامات الدين العام ، في حين استخدم البنك المركزي الباقي وقدره ٣ ، ٨ مليون دولار أمريكي للدفاع عن الروبل . وحينما تدهور الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية إلى ٧ ، ٨ مليون دولار أمريكي في شهر أغسطس فإن البنك المركزي لم يكن على استعداد لاستخدام الاحتياطي للدفاع عن الروبل لأن ذلك معناه خسارة بليون دولار أسبوعيا في هذه العملية الفاشلة ابتداء .

٨ - تدهور أوضاع الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا من جراء التخفيض المستمر للروبل ومن جراء إعادة هيكلة الدين الحكومي ، وقد ترتب على اتخاذ هذين الإجراءين الضغوط على البنوك لسحب الودائع وتساعد هذا الضغط مع مرور

الوقت وقد عجزت بعض البنوك عن رد الودائع ، في حين اتجه بعضها إلى اتخاذ إجراءات الإفلاس . وقد بلغت التزامات البنوك الروسية تجاه الدائنين الأجانب حوالي ١٩,٢ بليون دولار أمريكي في يوليو عام ١٩٩٨ ، مع ارتفاع نسبة الديون التي تستحق في مدى ثلاثة أشهر التالية .

يمثل ما سبق ملامح الأزمة المالية والاقتصادية الروسية ، ولم تقف هذه الأزمة عند حدود روسيا ، بل انتقلت آثارها وبسرعة إلى العالم ككل من خلال الجهاز العصبي العالمي ألا وهو الأسواق المالية العالمية . فقد ترتب على تدهور سعر صرف الروبل وإعادة هيكلة الدين الحكومي خسارة كبيرة للمستثمرين في هذه الأدوات المقومة بالروبل ، وحتى يقوم هؤلاء المستثمرون بالوفاء بالتزاماتهم في مواعيدها فقد اضطروا إلى بيع بعض أدوات الاستثمار الأخرى والمقومة بعملات أخرى في أسواق أخرى ، وهكذا أدت الأزمة الروسية إلى تصاعد الضغوط لبيع الأسهم في أمريكا اللاتينية وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية خاصة لإشباع الحاجة للسيولة .

ففي الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ بدأت أسواق الأسهم العالمية تستجيب لآثار الصدمة الروسية ، فانخفض مؤشر الأسهم في السوق البرازيلية بحوالي ١٥٪ وانخفض مؤشر سوق الأسهم في فنزويلا حوالي ١٩٪ منذ ١٩ أغسطس وحتى الأسبوع الأول من سبتمبر . وبدء تصاعد الضغوط لتخفيض عملات هاتين الدولتين مما أدى إلى تدهور احتياطي العملات الأجنبية الرسمي بهما نظرا لمحاولة السلطات النقدية استخدام هذا الاحتياطي للدفاع عن عملاتها .

وقد تأثر مؤشر داو جونز (الولايات المتحدة) حيث انخفض بحوالي ٥١٢ نقطة في الأسبوع الأول من سبتمبر وهو ثاني أكبر انخفاض في تاريخ هذا المؤشر . أضف إلى هذا قيام العديد من البنوك الأمريكية والأوربية بالإعلان عن خسائرها في السوق الروسية ، حيث بلغت خسارة المؤسسات المالية الأمريكية في السوق الروسي حوالي ٨ بليون دولار حتى نهاية منتصف سبتمبر . كذلك حقق العديد من صناديق التغطية الاستثمارية خسائر في سوق الأسهم الروسية ، كذلك أطاحت الأزمة الروسية ببعض صناديق التغطية الاستثمارية التي تعاملت في سوق المشتقات المالية والتي راهنت على أن هامش المخاطرة على أدوات الدين للدول الناشئة سوف يضيّق ، إي أن الفرق بين سعر الفائدة

على أدوات الدين للدول الناشئة وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية سوف يتجه نحو الانخفاض (سوف يتقارب) ، وقد ترتب على الأزمة الروسية وانهيار السوق الروسي تزايد أزمة عدم الثقة في الأسواق الناشئة وهو ما أدى إلى عكس ما كان متوقعا حيث زادت الفجوة بين أسعار الفائدة على ديون الدول الناشئة وسندات الخزينة الأمريكية . وهو ما أدى إلى خسارة ضخمة لبعض هذه الصناديق وضعتها على شفا الإفلاس ، لولا تدخل السلطات النقدية الأمريكية (بنك الاحتياط الفدرالي) لإنقاذ هذه الصناديق ، حيث كانت ستؤدي إلى انهيار مالي في السوق لو لم يتم هذا التدخل . ولعل أهم مثل على ذلك هو صندوق التغطية الاستثمارية المعروف باسم (LTCM) (٤٨).

#### ثانيا - الأزمة البرازيلية (٤٩) .

بحلول يوم ١٥ يناير عام ١٩٩٩ تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالي فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار الأمريكي بعد مرور ما يزيد على أربع سنوات ونصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف . وقد ترتب على القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة اختلالات عديدة ، وهي اختلالات مالية واقتصادية بدأت مع الأزمة المالية الآسيوية وتضاعفت حداثتها مع الأزمة الروسية التي سبق شرحها ، ومع حلول شهر فبراير بلغ الانخفاض في سعر صرف الريال البرازيلي حوالي ٣٥٪ ، في حين وصلت أسعار الفائدة حوالي ٤٠٪ ، كما قدم محافظان متتابعان للبنك المركزي البرازيلي استقالتهما في أقل من شهر واحد .

وفي ٢٦ يناير عام ١٩٩٨ عجزت الحكومة عن تسويق سندات لمدة عام واحد بلغت قيمتها ٨٣٣ بليون دولار أمريكي بالرغم من أن سعر الفائدة عليها قد بلغ ٤١٪ ، وذلك على الرغم من الرأي السائد بين المستثمرين حتى وقت قريب جدا والذي يرى أن الدين الخارجي والبالغ ٩٠ بليون دولار أمريكي والدين الداخلي والبالغ ١٧٧ بليون دولار أمريكي لا يمثل مشكلة تصعب مواجهتها . وقد ترتب على تدهور سعر صرف الريال البرازيلي ارتفاع تكلفة الدين الخارجي المقوم بالدولار ، وكلما قامت الحكومة برفع سعر الفائدة مستهدفة بذلك وقف نزيف خروج رؤوس الأموال ، تضخم

حجم الدين . وفي شهر إبريل وحده اضطرت الحكومة إلى مد أجل ٥٠ بليون دولار من الدين المحلي ، وهو ما يساوي ٥٠٠ مليون يوميا في الربع الأول من عام ١٩٩٩ .

ويمكن القول إنه منذ تدهور سعر صرف العملة الروسية وتوقف الحكومة الروسية عن الوفاء بالتزاماتها في منتصف أغسطس عام ١٩٩٨ بدأت سوق الأسهم والسندات البرازيلية تعاني معاناة شديدة ، كما بدأ تآكل الاحتياطي الدولي بمعدلات سريعة ؛ إذ انهار مؤشر الأسهم بنسبة ٤٠٪ منذ بداية أغسطس وحتى نهاية سبتمبر عام ١٩٩٨ ، كما وصلت أسعار السندات البرازيلية إلى أدناها منذ أزمة المكسيك في عام ١٩٩٥ ، كما فقدت البرازيل ما يقرب من ٢٠ بليون دولار أمريكي من الاحتياطي الدولي لها .

ولا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع ، فالاقتصاد البرازيلي هو أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية ، وثامن أكبر اقتصاد عالمي ، وبالتالي فإن انهيار البرازيل سوف يولد مشكلات لشركائه التجاريين كالأرجنتين ، كما يمكن أن يحول أزمة دولة ناشئة إلى عبء خطير على الاقتصاد الأمريكي .

ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام ١٩٩٨ بحزمة إنقاذ بلغت ٤١,٥ بليون دولار أمريكي مشروطة بتطبيق عدد من السياسات المالية ضمن برنامج تقشف شديد ، وقد بدأت البرازيل في تطبيقه ، ويمكن القول إنه مع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٩ وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ .

## هوامش الفصل السابع

١ - IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Washington. D.C. PP 36-37, see -  
BIS, 63<sup>rd</sup> Annual Report, April-June 1998, Basle, P.44.

٢ - T. M. Atnic & M. Walton, "Social Consequences of the East Asian Financial —  
Crises", A report that represent an extended version of the Essay that forms  
chapter 5 of the World Bank Report, "East Asia: The Road to Recovery", Wash-  
ington D.C. 1998. Part I, P.1. Prepared originally for the Asia Development Fo-  
rum, March 1998 in Manila. (www.WorldBank.org/poverty/eacrisis/library)

Ibid P. 14. —٣

Ibid P. 14. —٤

Ibid P. 17. —٥

Ibid P. 20. —٦

Ibid P. 21. —٧

ويشير تقرير صندوق النقد الدولي «رؤية اقتصادية للعالم» أكتوبر عام ١٩٩٨ إلى أن الفقراء قبل  
الأزمة كانوا يمثلون ١١,٣٪ من السكان في إندونيسيا ، ١٥,٧٪ من السكان في كوريا ،  
١٥,١٪ من السكان في تايلاند ، وأنه بعد الأزمة زاد عدد الفقراء نتيجة لانخفاض الدخل من  
ناحية وزيادة البطالة من ناحية أخرى من ٤,٨٪ إلى ١١,٢٪ في إندونيسيا ، كما زادوا في كوريا  
بنسبة تتراوح بين ١,٦٪ إلى ١٢٪ ، في حين كانت الزيادة في الفقر في تايلاند نتيجة لهذين  
العاملين تتراوح بين ٢,٣٪ إلى ١١,٦٪ من جملة السكان

IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Op cit, P47.

٨ - نتيجة للأزمة المالية الآسيوية تم تخفيض تقديرات معدلات النمو السنوي لعام ١٩٩٨ في دول  
آسيا الأخرى عدا دول الأزمة ، فتقدير معدلات النمو في الصين تم تخفيضه إلى ٥٪ مقارنة بنسبة  
٨,٨٪ عام ١٩٩٧ ، وكذلك الأمر بالنسبة لهونج كونج وسنغافورة وتايوان . . إلخ ، انظر  
Bank of America "Asian Financial Outlook", March 1999, PP 48-52.

٩ - بنك الكويت الصناعي (الدائرة الاقتصادية) : النفط وأزمة الأسعار ١٩٩٨-١٩٩٩ . يوليو  
١٩٩٩ .

١٠ - ذات المرجع السابق ص ٦ .

١١ - انظر. Economist. July 18<sup>th</sup> 1998, P 106.

الناشئة هي أكثر الأسواق عرضة لهذا السلوك (سلوك القطيع) ، فبدلاً من محاولة دراسة حالة الاقتصاد والسوق في كل دولة على حدة - وهو ما قد يبدو أمر مكلفاً - فإن السياسة المثلّية إنما تتمثل في تزامن الانسحاب من مجموعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بالاضطراب في إحداها أو بمجرد ظهور المؤشرات الدالة على انهيار إحداها . وكما سبق أن أشرنا فإن المهم في سلوك القطيع ليس هو قناعة المستثمر بسوق معين ولكن قناعته بما هو سلوك الآخرين .

#### (هـ) قياس عدوى الأزمة

اتفق الاقتصاديون على أسلوب مباشر لقياس عدوى الأزمة من سوق إلى سوق ومن دولة إلى دولة . ويستند هذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتباط بين سوقين خلال فترة الاستقرار أو الهدوء ، وهى الفترة المعتادة ، وبينها خلال فترة الاضطراب أو الأزمة . أي مقارنة معامل الارتباط بين السوقين في فترة الهدوء وفترة الاضطراب . وتعرف العدوى بأنها الزيادة الكبيرة و المعنوية في معامل الارتباط خلال فترة الاضطراب أو الأزمة . وطبقاً لهذا المنهج إذا كان معامل الارتباط بين سوقين (كإيطاليا وألمانيا) معتدلاً ومعقولاً ، بحيث يترتب على حدوث أزمة في سوق كل منهما زيادة معنوية في الحركة الموحدة للسوقين فإن ذلك ينطوي على عدوى بالمفهوم السابق . وطبقاً لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق .

فإذا كان هناك معامل ارتباط قوي بين سوقين في الفترة المعتادة ، أي فترة الاستقرار والهدوء وظل هذه المعامل بين السوقين قوياً دون زيادة معنوية يعتد بها بعد حدوث الأزمة أو الاضطراب المالي فإن ذلك لا ينطوي على عدوى بل لا يعدو أن يكون مجرد ارتباط متبادل بين سوقين . ومن هنا فإن وجود العدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين ، الأول : هو مجرد وجود ارتباط مهم يعتد به بين سوقين ، ثانياً : أن يزداد هذا الارتباط بين السوقين وقت الأزمة زيادة معنوية . ومن هنا فإن العدوى تعني أن الارتباط بين الأسواق يختلف اختلافاً جذرياً بعد الأزمة عنه قبلها ، في حين أن مجرد الارتباط المتبادل يعني عدم تغير العلاقة بين الأسواق بشكل كبير بعد الأزمة .

ولا شك في أن تقييم وقياس العدوى من الأهمية بمكان ، فالاعتقاد السائد في

أوساط المستثمرين أن الأزمة أو الاضطراب المالي إنما يرتبط بدولة ما وبالتالي فإن الروابط بين الأسواق المالية - سواء أكانت أسواق الأسهم أم غيرها - تبدو ضعيفة . نتيجة لهذه الفرضية فإن تنويع المحافظ الاستثمارية على المستوى الدولي يلعب دوراً مهماً في توزيع المخاطر وبالتالي تخفيضها ومن ثم زيادة العائد على الاستثمار . فإذا حدثت الأزمة وترتب عليها انتقال العدوى إلى أسواق أخرى فإن ذلك من شأنه خلخلة حجة تنويع محافظ الاستثمار . بالإضافة إلى ذلك فإن عدداً من الدراسات الخاصة بسلوك المستثمر تقوم على أساس افتراض أن رد فعل المستثمر يختلف جوهرياً بعد انفجار الأزمة أو حدوث الصدمة السالبة ، ولا شك في أنه من الأهمية بمكان دراسة سلوك ورد فعل المستثمر في الأوضاع المختلفة (الهدوء والاضطراب) ذلك أن الأزمات تنتقل من دولة لأخرى أو من سوق إلى سوق من خلال هذا السلوك . كذلك ترى بعض المؤسسات المالية وصانعو السياسات الاقتصادية أن انفجار أزمة مالية في دولة ما قد يؤثر سلباً على التدفقات المالية إلى دولة أخرى على الرغم من سلامة المؤشرات الأساسية الكلية في الدولة الأخرى وهو ما قد يؤدي إلى حدوث أزمة مالية في تلك الدولة الأخرى ، وهي أزمة لا تبرها بأي حال من الأحوال حالة المتغيرات والسياسات الأساسية الكلية في هذه الدولة . إذا حدثت مثل تلك العدوى فإن ذلك يشكل بذاته مبرراً لتدخل المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في محاولة لاستقرار الأوضاع في الدولة التي انتقلت إليها العدوى .

وهناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس العدوى في الأزمات المالية سواء في الأزمة الآسيوية أو الأزمة المكسيكية أو الأزمات السابقة عليهما ، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات جميعاً ، ومن ثم لا بد من الانتقاء ، وفي هذا الصدد اخترنا أحدث دراستين في هذا الموضوع منشورتين عام ١٩٩٩ ، الأولى هي دراسة تيموربيج وإيان جولد فين منشورة في مطبوعات صندوق النقد الدولي عام ١٩٩٩ ودراسة فوربس وريجيوبون وهي منشورة في مطبوعات المركز الوطني للبحوث الاقتصادية عام ١٩٩٩ ، وسوف نتناول فيما يلي نتائج هاتين الدراستين :

الدراسة الأولى تحاول قياس العدوى ونمطها ، هل كان هناك عدوى وما هو نمط هذه العدوى ؟ وذلك بين أسواق الصرف الأجنبي ، وأسواق الأسهم ، وأسواق

الفائدة، وأسواق الدين الحكومي (أو فروق الفائدة على الدين الحكومي)، وفي كل هذه الأسواق توضح النتائج مصفوفة معاملات الارتباط بين كل زوج من الأسواق (أو المؤشرات التي تم اختيارها في هذه الأسواق) وذلك خلال فترتين، الفترة الأولى وهي فترة الأزمة المالية أو الاضطراب المالي وقد اختارت الدراسة فترة من ٢ يوليو عام ١٩٩٧ وهو تاريخ انخفاض البات التايلاندي، وحتى أول مايو ١٩٩٨، وقد تم حساب معاملات الارتباط وإخلال هذه الفترة مرة باعتبار الفترة كلها وحدة واحدة ومرة أخرى بتقسيم الفترة إلى فترات كل فترة منها ثلاثة أشهر تتابع حتى نهاية الفترة، أما الفترة الثانية فهي فترة الهدوء وتمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ وحتى ديسمبر ١٩٩٦ وقد تم أيضا قياس معاملات الارتباط بها، يلي ذلك اختبار ما إذا كانت هناك زيادة معنوية في معاملات الارتباط بين فترة الهدوء والاستقرار وفترة الاضطراب.

أما عن معاملات الارتباط في فترة الأزمة (يوليو ٧٩ - إبريل ٩٨) في سوق العملات بالنسبة للفترة كلها فتشير النتائج إلى معاملات ارتباط موجبة بين كل زوج من الدول، وتخطت معاملات الارتباط ٢٥، ٠ وأعلى من ذلك في حالة سبعة أزواج من الأسواق من مجموع عشرة أزواج. وتصل معاملات الارتباط بين أسعار الصرف اليومية بين إندونيسيا وكل من كوريا وماليزيا والفلبين وتايلاند إلى ٢٥، ٠، ٣٦، ٠، ٢٦، ٠، ٢٨، ٠ على التوالي. ومعاملات الارتباط المرتفعة الأخرى إنها تتحقق في حالة ماليزيا مع كل من الفلبين وتايلاند (٣٣) (٢٨، ٠) و (٣٥، ٠) على التوالي، وتايلاند والفلبين (٣١، ٠) ولا يوجد تأثير لانحياز الوون الكوري على العملات الأخرى على عكس المتوقع. وباستخدام فترات ثلاثة أشهر المتتالية تزداد معاملات الارتباط في بعض الحالات بشكل ملحوظ (تايلاند والفلبين ترتفع من ٢٢، ٠ إلى ٧٥، ٠، كما تشير النتائج إلى أن أقوى ارتباط خلال الفترات كلها هو بين إندونيسيا وماليزيا، ولا يبدو وجود تأثير يذكر للون الكوري، ولا للبات التايلاندي بالرغم من أن انهياله كان السبب في انفجار الأزمة.

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين أسواق الأسهم فتبدو معاملات الارتباط - سواء في الفترة الزمنية كلها كوحدة واحدة أو في الفترات المتتالية - أعلى منها في حالة أسواق العملات وإن كانت ما زالت صغيرة إلى حد ما، ويبدو أعلى ارتباط بين أسواق ماليزيا

وإندونيسيا كما هو الحال في سوق العملات ، وكذلك الأمر في العلاقة بين سوق كل من ماليزيا وتايلاند (٧, ٠) خلال الفترة من ديسمبر عام ١٩٩٧- فبراير ١٩٩٨ ، أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين أسواق الفائدة فتبدو النتائج ضعيفة للغاية ولا يجوز الاعتماد بها بأي حال من الأحوال نظرا لعدم معنويتها من ناحية ولاختلاف اتجاهها بين موجب وسالب ، وربما يرجع ذلك لأن سعر الفائدة المستخدم - وهو سعر الفائدة بين البنوك لمدة ٢٤ ساعة لا يترجم تفاعل قوى السوق ، هذا بجانب أن سعر الفائدة في جميع بلدان الأزمة قد استخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية .

ويختلف الأمر كلية فيما يتعلق بمعاملات الارتباط بين فروق أسعار الفائدة على أدوات الدين الحكومي . وقد تم اختيار الديون الحكومية المقومة بالدولار الأمريكي ، أما فروق أسعار الفائدة فقد حسبت على أساس الفرق بين سعر الفائدة على القرض الحكومي (المقوم بالدولار الأمريكي) وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية التي لها ذات فترة الاستحقاق ، وذلك على أساس أن هذا الفرق يقيس المخاطر التي يتصورها الدائن لاحتتمالات الإخلال بالوفاء بالتزامات . وتوضح النتائج ارتفاع معاملات الارتباط بين الدول بشكل ملحوظ حيث تتراوح ما بين ٥١, ٠ في حالة (ماليزيا - تايلاند) إلى ٩١, ٠ في حالة (إندونيسيا - ماليزيا) ، حتى الدول التي تنخفض معاملات الارتباط بينها في كل من سوق العملة وسوق الأسهم (مثل الفلبين - تايلاند) يرتفع بالنسبة إليها معامل الارتباط في حالة فروق أسعار الفائدة حيث يصل في هذه الحالة إلى (٩١, ٠٠) وتبدو النتائج غاية في الأهمية والمعنوية سواء تعلق الأمر بقياس معامل الارتباط منظورا إلى الفترة كلها كوحدة واحدة ، أو على أساس تقسيمها إلى فترات متتابعة كل فترة ثلاثة شهور .

الخطوة التالية كانت قياس معاملات الارتباط بين الأسواق في حالة الهدوء بنفس الأسلوب السابق الذي تم به قياس معامل الارتباط في حالة الاضطراب المالي ، وذلك على أساس أن فترة الهدوء والاستقرار تمتد من ١ يناير عام ١٩٩٥ إلى ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٦ . وقد أعقب ذلك اختيار ما إذا كانت معاملات الارتباط في أثناء الأزمة تمثل زيادة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في أثناء فترة الهدوء والاستقرار أم لا ؟ وتم فرز معاملات الارتباط التي تمثل زيادة في فترات الأزمة عن فترات الاستقرار على أساس

درجة معنوية ١٪ . وتوضح النتائج أن معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في فترة الاستقرار تكاد لا تختلف كثيرا عن الصفر، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط بين أسعار الصرف في حالة الأزمة تبدو معنوية للغاية<sup>(٣٧)</sup> . وربما ترجع هذه النتيجة إلى سيادة نظام سعر الصرف الثابت قبل اندلاع الأزمة وبالتالي كانت حركة أسعار الصرف ضعيفة للغاية . وتشير نتائج معاملات الارتباط في حالة أسواق الأسهم إلى نتائج مختلطة ، ففي حالة الهدوء والاستقرار تبدو معاملات الارتباط بين أسواق الأسهم قوية وعالية نظرا لوجود تزامن بين حركة الأسواق وتوحد اتجاهاتها قبل الأزمة ، كما أن الزيادة في معاملات الارتباط وقت الأزمة تبدو معنوية في بعض الحالات فقط<sup>(٣٨)</sup> ، أما في حالة أسعار الفائدة فباستثناء حالة كوريا - تايلاند (٣٧ ، ٠) لا توجد معاملات ارتباط ذات أهمية تذكر في حالة الهدوء والاستقرار ، أضف إلى ذلك أنه في ست حالات من بين عشر حالات تبدو الزيادة في معاملات الارتباط في فترات الأزمة معنوية مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء .

أما في حالة فروق أسعار الفائدة على الديون الحكومية المقومة بالدولار فإنه في جميع الحالات تقريبا كانت الزيادة في معاملات الارتباط في حالة الأزمة مقارنة بمعاملات الارتباط في حالة الهدوء والاستقرار معنوية عند مستوى ١٪ . وهو ما يؤكد العدوى بالمقياس أو المفهوم السابق .

وقد حاولت الدراسة تأكيد نتائجها باستخدام علاقة الانحدار بين المتغير المالي من ناحية والعوامل المفسرة له من ناحية أخرى ، ولما كانت بيانات المؤشرات الأساسية الكلية ليس لها ذات معدل التكرار الذي تتمتع به البيانات المالية (كسعر الصرف وأسعار الأسهم يوميا) فقد تم اختيار متغير صوري أو وهمي<sup>(٣٩)</sup> بالاستناد إلى الأخبار اليومية الاقتصادية والمالية بعد تقسيمها إلى أخبار موجبة وأخبار سلبية ، أي ذات تأثير موجب وذات تأثير سالب ، وذلك على اعتبار أن المتغير الصوري الذي تم اختياره هو مؤشر قريب للمتغيرات الأساسية الكلية ، وحيث إن العدوى ما هي إلا الحركة المتزامنة والمشاركة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بفعل المتغيرات الأساسية الكلية ، فإن معامل الارتباط للمتغير المتبقي<sup>(٤٠)</sup> في معادلة الانحدار هو الذي يفسر العدوى ، فإذا ارتفعت معنوية معامل الارتباط كان ذلك دليلا مؤكدا على العدوى . وتوضح النتائج التي توصلت إليها الدراسة صحة هذه الفرضية .

أما الدراسة الثانية فتعرض لقياس العدوى بين أسواق الأسهم فقط ، وتمتد إلى الأسواق المالية الأخرى . وقد شملت الدراسة ٢٧ سوقا مالية هي أسواق الدول الآسيوية الخمس (دول الأزمة) بجانب اليابان وتايوان وسنغافورة ، وأربع دول من أمريكا اللاتينية هي الأرجنتين والبرازيل وشيلي والمكسيك ، واثنتي عشر دولة من دول منظمة التعاون والتنمية<sup>(٣٦)</sup> ، وثلاثة أسواق ناشئة أخرى هي الهند وروسيا وجنوب أفريقيا<sup>(٣٧)</sup> . وتقوم الدراسة بقياس العدوى في أثناء الأزمة المالية الآسيوية (١٩٩٧) ، والأزمة المكسيكية (١٩٩٤) ، وانهيار البورصة الأمريكية (١٩٨٧) . وقد أشارت الدراسة إلى أن الأزمة الآسيوية لم تكن محل اهتمام الرأي العام العالمي - حسب النشر في الصحف العالمية والإقليمية - إلا ابتداء من انهيار بورصة هونج كونج في ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ ، فمنذ ذلك التاريخ أو ابتداء من هذا الحدث أصبحت قضية الأزمة الآسيوية محل اهتمام العالم وموضوع الأخبار اليومية في الصحف العالمية . لذلك اعتبرت الدراسة أن فترة الاضطراب أو الأزمة المالية تمتد من تاريخ ١٧ أكتوبر عام ١٩٩٧ (وهو تاريخ انهيار بورصة هونج كونج) ولمدة شهر بعد هذا التاريخ . أما فترة الهدوء والاستقرار فقد افترضت الدراسة أنها تمتد من أول يناير عام ١٩٩٦ وحتى بداية فترة الاضطراب المالي (١٠/١٦/١٩٩٧) . وقد قامت الدراسة بحساب العائد اليومي على الأسهم بالدولار وبالعملة المحلية ، ( ولم تختلف النتائج في الحالتين ) ، ثم قامت بحساب متوسط العائد في يومين لتأخذ في الاعتبار أن الأسواق المالية في البلاد المختلفة لا تعمل بالضرورة خلال ذات ساعات العمل .

وتشير النتائج فيما يتعلق بالأزمة الآسيوية ، إلى زيادة معامل الارتباط في فترة الأزمة زيادة ملحوظة ومعنوية مقارنة بمعامل الارتباط في فترة الهدوء . وتشير النتائج إلى : (١) وجود معامل ارتباط قوى بين أسواق الأسهم (بين سوق هونج كونج والأسواق الأخرى) في فترة الهدوء (٢) ارتفاع معامل الارتباط في فترة الأزمة المالية والآسيوية ارتفاعا معنويا (زيادة معنوية عند مستوى ٥٪) وهو ما يؤكد وجود العدوى - وتؤكد البيانات وجود العدوى بالمعنى السابق (زيادة معامل الارتباط زيادة معنوية) في خمس عشرة حالة من مجموع سبع وعشرين حالة تمت دراستها<sup>(٣٧)</sup> . وتتمثل حالات العدوى في ثلاث حالات في دول جنوب شرق وشرق آسيا هي : إندونيسيا وكوريا ، والفلبين ، وشيلي في أمريكا اللاتينية ، وأستراليا ، وبلجيكا ، وفرنسا ، وألمانيا ، وإيطاليا ،

وهولندا، وأسبانيا، والسويد، وسويسرا من دول منظمة التعاون والتنمية، هذا بجانب روسيا وجنوب أفريقيا. وقد تم إعادة الاختبار مرة ثانية مع تغيير فترات الأزمة والاضطراب حيث بدأت فترة الأزمة إما من ١ يونيو عام ١٩٩٧ (حينما انهار السوق التايلاندي) أو ٧ أغسطس عام ١٩٩٧ (حينما تدهور سوياسوق كل من إندونيسيا وتايلاند) مع الانتهاء في مارس ١٩٩٨، كذلك زادت فترة الهدوء بحوالي ثلاث سنوات. المهم أن التوجه العام للنتائج لم يتغير بتغير الفترات، فقد زادت معاملات الارتباط في فترات الأزمة زيادة معنوية مقارنة بفترات الهدوء، وهو ما يعكس وجود عدوى بالمفهوم السابق الإشارة إليه. كذلك تم الاختبار مع تغيير مصدر العدوى بدلا من هونج كونج، ففي إحدى الاختبارات كان المصدر تايلاند بعد انهيار سوقها في يونيو عام ١٩٩٧، كما أجرى الاختبار بافتراض أن مصدر العدوى هو إندونيسيا وتايلاند بعد انهيار سوقها سوياسوق في أغسطس عام ١٩٩٧، ولا أريد هنا الدخول في تفاصيل الدراسة فهو يخرج عن إطار هذا الكتاب. ولكن ما تجدر الإشارة إليه أن الاختبار للعدوى قد أجري في حالة أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ وكذلك في حالة انهيار السوق الأمريكية (١٩٨٧) مع تغيير البلاد المتأثرة بالعدوى في كل حالة، وتوضح النتائج أيضا ارتفاع معامل الارتباط بشكل معنوي في أثناء الأزمة مقارنة بفترة الهدوء<sup>(٣٨)</sup>.

ما أحب التأكيد عليه هو نظرة الدراسة ومفهومها حول منهجية قياس معامل الارتباط في فترات الأزمة مقارنة بفترات الهدوء باعتبار أن زيادة المعامل في فترات الأزمة زيادة معنوية هي مؤشر ودليل على وجود العدوى، إذ يرى الباحثان القائمان بهذه الدراسة أن قياس معامل الارتباط في وقت الأزمة لأسباب عديدة ينطوي بالضرورة على تحيز إلى أعلى في قيمة معامل الارتباط، وبالتالي فإن مقارنته بمعامل الارتباط في فترات الهدوء والاستقرار قد تؤدي بنا إلى نتائج خاطئة. لذلك السبب اقترح الباحثان ضرورة تعديل أو تصحيح معامل الارتباط في فترات الأزمة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى وإزالته، واقترحا منهجية محددة لمعالجة هذا التحيز إلى أعلى في معامل الارتباط وقت الأزمة<sup>(٣٩)</sup>. وفي جميع الاختبارات التي قاموا بها تم تعديل معامل الارتباط في فترات الأزمة. ففي فترات الأزمة بلغ متوسط معامل الارتباط للعينة كلها دون أي تعديل حوالي ٥٣،٠ في حين أن معامل الارتباط وقت الأزمة بعد التعديل بلغ ٣٢،٠، وكذلك الأمر وقت

الاستقرار فقد بلغ متوسط معامل الارتباط دون تعديل ٢٠, ٠ في حين بلغ متوسط معامل الارتباط بعد التعديل ٢٢, ٠ وبناء على هذا التعديل وإجراء الاختبارات فإن النتائج توضح بما لا يدع مجالا للشك في أن هناك زيادة في معاملات الارتباط في فترة الأزمة إلا أنها ليست زيادة معنوية (إلا في حالة واحدة من واقع ٢٧ حالة وهي حالة إيطاليا)<sup>(١٠)</sup> وهو ما يعنى وجود ارتباط قوي ولكن لا توجد عدوى بمفهومنا السابق . ومن هنا يرى الباحثان أن النتائج بعد تعديل معاملات الارتباط مهمة ، إذ تشير إلى وجود ارتباط متبادل ولكنها لا تشير إلى وجود عدوى ، وبالتالي فإن ما يحدث من تزامن الحركة وتوحد سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل الأسواق بعضها للبعض بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها ، وهذا الارتباط يدفع إلى توحيد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ، ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى . هل نقبل بتصحيح وتعديل معامل الارتباط وبالتالي النتائج المترتبة على هذا التعديل بمعنى وجود ارتباط متبادل ولا عدوى ، أم لا نقبل بهذا المنهج ونقبل نتائج قياس معاملات الارتباط دون تعديلها ؟ هذا أمر يحتاج إلى دراسة مستفيضة ولكن يكفي هنا مجرد قبول فكرة الارتباط المتبادل ، بمعنى أن الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في ذات الاتجاه وهذا ما نطلق عليه العدوى .

#### ( و ) أمثلة من حالات العدوى :

نحاول في هذا الجزء التعرض لأزمتين مالتين هما الأزمة المالية الروسية والأزمة المالية البرازيلية باعتبارهما من توابع الأزمة المالية الآسيوية إلا أن كلا منهما قد خلق لنفسه ذاتية مستقلة وامتدت آثار كل من الأزمتين إلى خارج حدود أسواق الدولتين ، بل يمكن القول إن الأزمة الروسية كادت تولد أزمة عالمية من خلال تأثيرها في أوضاع صناديق التغطية الاستثمارية Hedge Funds لولا تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي ، وعلى الرغم من ذلك فقد انتقلت آثار هاتين الأزمتين إلى دول أخرى من خلال حركة المؤشرات المالية ومن خلال التأثير في أوضاع الجهاز المصرفي في العديد من الدول . وسوف نتناول فيما يلي هاتين الأزمتين على التوالي :

## أولا - الأزمة المالية الروسية :

في السابع عشر من أغسطس عام ١٩٩٨ استسلم البنك المركزي الروسي للضغط المستمرة من جانب الأسواق على سعر صرف الروبل وقرر تغيير نظام الصرف السائد مما كان يعني تخفيضا فعليا للروبل بلغ ٣٤٪ . أضف إلى ذلك قيام الحكومة في ذات اليوم (١٧/٨/١٩٩٨) بإعلان توقفها عن خدمة الدين الأجنبي لمدة ٩٠ يوما ، بجانب إعادة هيكلة الدين المحلي وهو ما كان يعني توقفا فعليا عن الوفاء بالتزام ، هذا بجانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال . أما إعادة هيكلة الدين المحلي والبالغ ٢٩٠ بليون روبل فهو يتكون من إصدارات الـ . GKO's و OFZ'S حيث تبلغ هذه الأوراق ٧٣٪ من الدين المحلي<sup>(٤١)</sup>، أما أوراق الدين GKO فهي أدوات خزينة قصيرة المدى تبلغ قيمة الكوبون صفرا ، أما الأوراق OFZ فهي سندات للحكومة الفيدرالية لها كوبونات مستحقة دوريا . وتجدر الإشارة إلى أن الانهيار والاضطراب التي أصاب سوق أوراق الدين الحكومية قد دفع العائد على هذه الأوراق إلى ما يزيد على نسبة ٦٠٪ .

والواقع أن الأمور لم تكن وليدة السابع عشر من أغسطس ذلك أن ضغوط المستثمرين والأسواق في تصاعد مستمر وبمعدلات متسارعة منذ نهاية شهر مارس عام ١٩٩٨ ، ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل التي تضافرت ودفعت إلى زيادة توتر المستثمرين وقلقهم ومن ثم تصاعد ضغوطهم . وتتمثل هذه العوامل في تصاعد عجز الموازنة إلى إبعاد خطره ، وتفاقم حجم الدين العام (الخارجي الداخلي) ، وتحول ميزان المدفوعات الجاري من حالة الفائض إلى العجز ، وبدأ تراجع الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية بشكل غير متلائم مع الالتزامات الخارجية قصيرة المدى . وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى العوامل التالية :

١ - شهد عام ١٩٩٨ انهيارا كاملا لأسعار النفط الدولية وهو أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة ولخصيلة الصادرات السلعية . ويرجع انهيار أسعار النفط جزئيا إلى الأزمة الآسيوية وما أعقبها من انكماش حجم النشاط الاقتصادي ، ويقدر الانخفاض في الطلب على النفط نتيجة لهذه الأزمة بحوالي ٤٥٠ ألف برميل يوميا . وعلى الرغم من هذا الانخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق

على ما هي عليه بل تزايدت ، حيث تشير كافة الدراسات إلى أن روسيا ما زالت تسير على برامجهما التسليحية كما كانت في ظل الحرب الباردة وصراع العملاقين متناسية بذلك الحقائق الجديدة في الساحة الدولية . ومن ذلك الإنفاق على الصواريخ الجديدة عابرة القارات ، وعلى حاملة الطائرات (أوميرال كوزنيتسون) والباخرة الذرية (بطرس الأكبر) والغواصات الذرية الجديدة ، وتشير أكثر التقديرات تحفظا إلى أن هذا البرنامج التسليحي تبلغ تكلفته ٣٧ بليون دولار أمريكي<sup>(٤٢)</sup> . وقد رفض البرلمان في ٣٧ يوليو رفضا قاطعا الإجراءات الحكومية المقترحة لزيادة الإيرادات .

٢- زاد من أعباء الموازنة العامة وبالتالي من عجزها أعباء خدمة الدين العام المركزي الذي يتسم بقصر أجله . ونظرا لكبر حجم الدين والمخاطر به فقد دعا ذلك المستثمرين لأن يطلبوا هامشا مرتفعا لمواجهة هذه المخاطر ، وليس غريبا إذن أن يتخطى سعر الفائدة على السندات الحكومية ٥٠٪ خلال الشهور السابقة على الانهيار في أغسطس عام ١٩٩٨ . ولأن أغلب آجال استحقاق الدين الحكومي هي آجال استحقاق قصيرة الأجل فقد ترتب على ذلك أن أصبح الدين أكثر استجابة لصدمات الثقة والجدارة الائتمانية وصدمات تقلبات السوق . وقد أدى تفاعل كل من سعر الفائدة المرتفع وآجال الاستحقاق القصيرة الأجل أن استوعب سداد التزامات الدين (الفوائد) حوالي ٥٠٪ من الإيرادات العامة .

٣- اتجه العديد من استثمارات بعض المؤسسات في دول جنوب شرق آسيا منذ عام ١٩٩٥ نحو الاستثمار في سوق الأسهم في روسيا ونحو شراء أدوات الدين الحكومي الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي ، نظرا لارتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل . وعلى سبيل المثال ففي خلال سنوات التسعينيات الأولى تم إنشاء عدد من بنوك الاستثمار Merchant Banks في كوريا الجنوبية . ولقد قامت هذه المؤسسات المالية بالاقتراض بالعملات الأجنبية (خاصة الدولار) من السوق الدولي - حيث سمح تحرير حساب رأس المال في كوريا بذلك - وقامت باستثمار حصيلة هذه القروض في أدوات الدين الحكومي وسوق الأسهم الروسية . وحينما انهارت السوق الكورية خاصة مع نهاية ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ وبدأت المؤسسات

المالية الكورية تعاني من شح في السيولة حاولت هذه المؤسسات التخلص من أوراق الدين الحكومية الروسية والأسهم الروسية التي في حوزتها مما ساعد على تسارع انهيار السوق المالي الروسي .

٤- تدهور الميزان الخارجي الروسي عام ١٩٩٧ وعام ١٩٩٨ ، حيث انخفض فائض ميزان المدفوعات الجاري من ١, ١٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٦ إلى ٩, ٢ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩٧ ، في حين حقق عجزا مقداره بليون دولار أمريكي في الربع الأول من عام ١٩٩٨ نتيجة لانخفاض فائض الميزان التجاري إلى ١٢, ١ بليون دولار أمريكي . ولم يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات استجابة لانخفاض سعر صرف الروبل - فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي ، هذا بجانب أن ما يزيد على ٥٠٪ من واردات روسيا إنما تتمثل في سلع أساسية تتسم بانخفاض مرونتها السعرية .

٥- بدأت الضغوط على الروبل وعلى أسواق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس عام ١٩٩٨ ، إذ بدأ المستثمرون في الخروج من سوق الأسهم مع نهاية مارس حيث حقق السوق انخفاضا ملحوظا في ٢٣ مارس عام ١٩٩٨ . وحاولت الحكومة في نهاية مايو عام ١٩٩٨ بيع ٧٥٪ من حصة ملكيتها في شركة روزنفت وهي أكبر شركة بترول روسية ما زالت في يد الحكومة ، ولم يكن من الممكن تسويق هذه الحصة ، إذ عجزت عن جذب المستثمرين . وانخفض سوق الأسهم مرة أخرى مع تردد صندوق النقد الدولي في تقديم ما مقداره ٦٧٠ مليون دولار أمريكي وهو ما يمثل شريحة من قرضه لروسيا . وإذا كان سوق الأسهم قد شهد انتعاشا مؤقتا مع قيام المقرضين الدوليين لروسيا بالتعهد بتوفير تسهيلات إضافية قدرها ٢٢ بليون دولار أمريكي ، إلا أنها عادت للانهيار مرة أخرى وبحدة في ١٠ أغسطس عام ١٩٩٨ واستمرت في التدهور منذ ذلك التاريخ في ١٣ أغسطس و ٢١ أغسطس ، والأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ .

٦- ترتب على انهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية . وفيما بين نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ وحتى نهاية الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ حققت صناديق

الاستثمار خسائر في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة تتراوح بين ٥٥٪ و ٨٢٪ . ويوضح الجدول رقم ( ٣ ) بالمحلق الإحصائي لهذا الفصل إشارة إلى أهم صناديق الاستثمار الدولية التي تعمل في السوق الروسية وصافي قيمة أصولها في ٣١ ديسمبر عام ١٩٩٧ و ٩ سبتمبر عام ١٩٩٨ والتغير في صافي قيمة الأصول ونسبة التغير في هذه القيمة ، مع الإشارة إلى هيكل المحفظة أو تركيبتها من حيث الأهمية النسبية للأدوات الاستثمارية المختلفة فيها ، ويؤكد الجدول أنه كلما ارتفع النصيب النسبي للأسهم في تركيبة الصندوق أو المحفظة الاستثمارية ارتفعت نسبة الخسارة في صافي قيمة أصول الصندوق أو المحفظة الاستثمارية .

٧ - استمر تدهور سعر صرف الروبل منذ ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ فقد حاولت الحكومة تخفيض الحد الأدنى للسعر من ١٣, ٧ روبل للدولار إلى ٩, ٥ للدولار ، ولكن قوى السوق دفعت هذا الحد الأدنى إلى أبعاد خطيرة . ففي ٢٥ أغسطس عام ١٩٩٨ سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له ، مما اضطر البنك المركزي في ٢٦ أغسطس إلى وقف تداول الروبل مقابل الدولار ، في حين أوقف التعامل بالروبل نهائيا في ٢٨ أغسطس ، ووصل الحد الأدنى لسعر صرف الروبل إلى ١٢ روبل للدولار، واستمر تدهور سعر صرف الروبل في السوق غير الرسمي ليتخطى ١٨ وحتى ٢٠ روبل للدولار. ويكفي هنا الإشارة إلى أن دفعة الأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا في يوليو عام ١٩٩٨ والبالغ ٤, ٨ بليون دولار أمريكي ، اتجه منها بليون دولار أمريكي إلى وزارة المالية لمواجهة التزامات الدين العام ، في حين استخدم البنك المركزي الباقي وقدره ٣, ٨ مليون دولار أمريكي للدفاع عن الروبل . وحينما تدهور الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية إلى ٨, ٧ مليون دولار أمريكي في شهر أغسطس فإن البنك المركزي لم يكن على استعداد لاستخدام الاحتياطي للدفاع عن الروبل لأن ذلك معناه خسارة بليون دولار أسبوعيا في هذه العملية الفاشلة ابتداء .

٨ - تدهور أوضاع الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا من جراء التخفيض المستمر للروبل ومن جراء إعادة هيكلة الدين الحكومي ، وقد ترتب على اتخاذ هذين الإجراءين الضغوط على البنوك لسحب الودائع وتصاعد هذا الضغط مع مرور

الوقت وقد عجزت بعض البنوك عن رد الودائع ، في حين اتجه بعضها إلى اتخاذ إجراءات الإفلاس . وقد بلغت التزامات البنوك الروسية تجاه الدائنين الأجانب حوالي ١٩,٢ بليون دولار أمريكي في يوليو عام ١٩٩٨ ، مع ارتفاع نسبة الديون التي تستحق في مدى ثلاثة الأشهر التالية .

يمثل ما سبق ملامح الأزمة المالية والاقتصادية الروسية ، ولم تقف هذه الأزمة عند حدود روسيا ، بل انتقلت آثارها وبسرعة إلى العالم ككل من خلال الجهاز العصبي العالمي ألا وهو الأسواق المالية العالمية . فقد ترتب على تدهور سعر صرف الروبل وإعادة هيكلة الدين الحكومي خسارة كبيرة للمستثمرين في هذه الأدوات المقومة بالروبل ، وحتى يقوم هؤلاء المستثمرون بالوفاء بالتزاماتهم في مواعيدها فقد اضطروا إلى بيع بعض أدوات الاستثمار الأخرى والمقومة بعملات أخرى في أسواق أخرى ، وهكذا أدت الأزمة الروسية إلى تصاعد الضغوط لبيع الأسهم في أمريكا اللاتينية وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية خاصة لإشباع الحاجة للسيولة .

ففي الأسبوع الأول من سبتمبر عام ١٩٩٨ بدأت أسواق الأسهم العالمية تستجيب لآثار الصدمة الروسية ، فانخفض مؤشر الأسهم في السوق البرازيلية بحوالي ١٥٪ وانخفض مؤشر سوق الأسهم في فنزويلا حوالي ١٩٪ منذ ١٩ أغسطس وحتى الأسبوع الأول من سبتمبر . وبدء تصاعد الضغوط لتخفيض عملات هاتين الدولتين مما أدى إلى تدهور احتياطي العملات الأجنبية الرسمي بهما نظرا لمحاولة السلطات النقدية استخدام هذا الاحتياطي للدفاع عن عملاتها .

وقد تأثر مؤشر داو جونز (الولايات المتحدة) حيث انخفض بحوالي ٥١٢ نقطة في الأسبوع الأول من سبتمبر وهو ثاني أكبر انخفاض في تاريخ هذا المؤشر . أضف إلى هذا قيام العديد من البنوك الأمريكية والأوروبية بالإعلان عن خسائرها في السوق الروسية ، حيث بلغت خسارة المؤسسات المالية الأمريكية في السوق الروسي حوالي ٨ بليون دولار حتى نهاية منتصف سبتمبر . كذلك حقق العديد من صناديق التغطية الاستثمارية خسائر في سوق الأسهم الروسية ، كذلك أطاحت الأزمة الروسية ببعض صناديق التغطية الاستثمارية التي تعاملت في سوق المشتقات المالية والتي راهنت على أن هامش المخاطرة على أدوات الدين للدول الناشئة سوف يضيق ، إي أن الفرق بين سعر الفائدة

على أدوات الدين للدول الناشئة وسعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية سوف يتجه نحو الانخفاض (سوف يتقارب) ، وقد ترتب على الأزمة الروسية وانهيار السوق الروسي تزايد أزمة عدم الثقة في الأسواق الناشئة وهو ما أدى إلى عكس ما كان متوقعا حيث زادت الفجوة بين أسعار الفائدة على ديون الدول الناشئة وسندات الخزينة الأمريكية . وهو ما أدى إلى خسارة ضخمة لبعض هذه الصناديق وضعتها على شفا الإفلاس ، لولا تدخل السلطات النقدية الأمريكية (بنك الاحتياط الفدرالي) لإنقاذ هذه الصناديق ، حيث كانت ستؤدي إلى انهيار مالي في السوق لو لم يتم هذا التدخل . ولعل أهم مثل على ذلك هو صندوق التغطية الاستثمارية المعروف باسم (LTCM)<sup>(٤٨)</sup> .

#### ثانيا - الأزمة البرازيلية (٤٩) .

بحلول يوم ١٥ يناير عام ١٩٩٩ تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالى فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار الأمريكي بعد مرور ما يزيد على أربع سنوات ونصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف . وقد ترتب على القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة اختلالات عديدة ، وهي اختلالات مالية واقتصادية بدأت مع الأزمة المالية الآسيوية وتضاعفت حديثا مع الأزمة الروسية التي سبق شرحها ، ومع حلول شهر فبراير بلغ الانخفاض في سعر صرف الريال البرازيلي حوالي ٣٥٪ ، في حين وصلت أسعار الفائدة حوالي ٤٠٪ ، كما قدم محافظان متتابعان للبنك المركزي البرازيلي استقالتهما في أقل من شهر واحد .

وفي ٢٦ يناير عام ١٩٩٨ عجزت الحكومة عن تسويق سندات لمدة عام واحد بلغت قيمتها ٨٣٣ بليون دولار أمريكي بالرغم من أن سعر الفائدة عليها قد بلغ ٤١٪ ، وذلك على الرغم من الرأي السائد بين المستثمرين حتى وقت قريب جدا والذي يرى أن الدين الخارجي والبالغ ٩٠ بليون دولار أمريكي والدين الداخلي والبالغ ١٧٧ بليون دولار أمريكي لا يمثل مشكلة تصعب مواجهتها . وقد ترتب على تدهور سعر صرف الريال البرازيلي ارتفاع تكلفة الدين الخارجي المقوم بالدولار ، وكلما قامت الحكومة برفع سعر الفائدة مستهدفة بذلك وقف نزيف خروج رؤوس الأموال ، تضخم

حجم الدين . وفي شهر إبريل وحده اضطرت الحكومة إلى مد أجل ٥٠ بليون دولار من الدين المحلي ، وهو ما يساوي ٥٠٠ مليون يوميا في الربع الأول من عام ١٩٩٩ .

ويمكن القول إنه منذ تدهور سعر صرف العملة الروسية وتوقف الحكومة الروسية عن الوفاء بالتزاماتها في منتصف أغسطس عام ١٩٩٨ بدأت سوق الأسهم والسندات البرازيلية تعاني معاناة شديدة ، كما بدأ تآكل الاحتياطي الدولي بمعدلات سريعة ؛ إذ انهار مؤشر الأسهم بنسبة ٤٠٪ منذ بداية أغسطس وحتى نهاية سبتمبر عام ١٩٩٨ ، كما وصلت أسعار السندات البرازيلية إلى أدناها منذ أزمة المكسيك في عام ١٩٩٥ ، كما فقدت البرازيل ما يقرب من ٢٠ بليون دولار أمريكي من الاحتياطي الدولي لها .

ولا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع ، فالاقتصاد البرازيلي هو أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية ، وثامن أكبر اقتصاد عالمي ، وبالتالي فإن انهيار البرازيل سوف يولد مشكلات لشركائه التجاريين كالأرجنتين ، كما يمكن أن يحول أزمة دولة ناشئة إلى عبء خطير على الاقتصاد الأمريكي .

ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام ١٩٩٨ بحزمة إنقاذ بلغت ٤١,٥ بليون دولار أمريكي مشروطة بتطبيق عدد من السياسات المالية ضمن برنامج تقشف شديد ، وقد بدأت البرازيل في تطبيقه ، ويمكن القول إنه مع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٩ وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ .

## هوامش الفصل السابع

١ - IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Washington. D.C. PP 36-37, see - BIS, 63<sup>rd</sup> Annual Report, April-June 1998, Basle, P.44.

٢ - T. M. Atnic & M. Walton, "Social Consequences of the East Asian Financial Crises", A report that represent an extended version of the Essay that forms chapter 5 of the World Bank Report, "East Asia: The Road to Recovery", Washington D.C. 1998. Part I, P.1. Prepared originally for the Asia Development Forum, March 1998 in Manila. (www.WorldBank.org/poverty/eacrisis/library)

٣ - Ibid P. 14.

٤ - Ibid P. 14.

٥ - Ibid P. 17.

٦ - Ibid P. 20.

٧ - Ibid P. 21.

ويشير تقرير صندوق النقد الدولي «الرؤية الاقتصادية للعالم» أكتوبر عام ١٩٩٨ إلى أن الفقراء قبل الأزمة كانوا يمثلون ١١,٣٪ من السكان في إندونيسيا ، ١٥,٧٪ من السكان في كوريا ، ١٥,١٪ من السكان في تايلاند ، وأنه بعد الأزمة زاد عدد الفقراء نتيجة لانخفاض الدخل من ناحية وزيادة البطالة من ناحية أخرى من ٤,٨٪ إلى ١١,٢٪ في إندونيسيا ، كما زادوا في كوريا بنسبة تتراوح بين ١,٦٪ إلى ١٢٪ ، في حين كانت الزيادة في الفقر في تايلاند نتيجة لهذين العاملين تتراوح بين ٢,٣٪ إلى ١١,٦٪ من جملة السكان

IMF, "World Economic Outlook", Oct. 1998. Op cit, P47.

٨ - نتيجة للأزمة المالية الآسيوية تم تخفيض تقديرات معدلات النمو السنوي لعام ١٩٩٨ في دول آسيا الأخرى عدا دول الأزمة ، فتقدير معدلات النمو في الصين تم تخفيضه إلى ٥٪ مقارنة بنسبة ٨,٨٪ عام ١٩٩٧ ، وكذلك الأمر بالنسبة لهونج كونج وسنغافورة وتايوان . إلخ ، انظر Bank of America "Asian Financial Outlook", March 1999, PP 48-52.

٩ - بنك الكويت الصناعي (الدائرة الاقتصادية) : النفط وأزمة الأسعار ١٩٩٨-١٩٩٩ . يوليو ١٩٩٩ .

١٠ - ذات المرجع السابق ص ٦.

١١ - انظر Economist. July 18<sup>th</sup> 1998, P 106.

- انظر أيضا أعداد September 26<sup>th</sup>, June 13<sup>th</sup>، راجع أيضا  
Deutsche Bank Research "Economic & Financial Outlook", June 1998, P.8.
- ١٢ - OECD, "Economic Outlook", June 1998, P.14.
- ١٣ - Ibid, P.3, table 1.3.
- ١٤ - IMF, "World Economic Outlook", May 1999, statistical Appendix.
- ١٥ - الأرقام الخاصة بحصيلة الصادرات النفطية لدول الأوبك من الأعوام ١٩٩٦، ١٩٩٧، ١٩٩٨ مأخوذة من Arab Oil & Gas, Feb. 1<sup>st</sup>, 1999, P.98.
- ١٦ - الأرقام الخاصة بالموازن التجارية للدول العربية ونسبة التغير فيها تم الحصول عليها من تقارير Economist Intelligent Unit, "Country Report" 3<sup>rd</sup> quarter 1999. البلدان
- ١٧ - IMF. "World Economic Outlook" May 1998, P.83.
- ١٨ - Ibid, P.83.
- ١٩ K.Forbes & R. Rigobon." No contagion , only interdependence: Measuring stock market co-movements." NBER. Working paper No. 72 67, July 1999, p.7.
- ٢٠ - T. Baig & II Goldfain, , " Financial Market Contagion in the Asian Crisis." IMF staff papers, June 1999, P. 170.
- ٢١ - Ibid. P. 170.
- ٢٢ - Ibid, P. 170.
- ٢٣ - Ibid, Table 1, P.170.
- ٢٤ - BIS, " 68<sup>th</sup> Annual Report" , 1<sup>st</sup> April - 31<sup>st</sup> June 1998, Basle June 1998, P. ١٠٦, Graph V1.8 P 108.
- ٢٥ - P. Masson, " Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria," IMF, Working paper, No 142, 1998, P.4 .
- ٢٦ - IMF, World Economic Outlook, May 1998 OpCit PP.84 -85 T.Baig - انظر أيضا - 85& I. Goldfain , opcit , P. 183.
- ٢٧ - " Pure Contagion " . انظر  
IMF, " World Economic Outlook : May 1998, opcit , P.83,
- و كذلك P. Masson , (1998), opcit , P5.
- ٢٨ - Multiple Equilibria
- ٢٩ - K. Forbes R. Rigobon, NBER, Worky paper 7267 (1999), انظر إلى  
OpCit P7. See Also Masson, Contagion ..., opcit P.P5-6
- ٣٠ - P. Masson, Contagion ....., 1998 opcit P.
- ٣١ - wake - up call
- ٣٢ - انظر في شرح وجهة النظر هذه
- T. Baig & I coldfai market contagion..., P.171 (1999).finan cial.

انظر أيضا P. Masson , (1998), " Contafion : Monsoonal ....., opcit , p. 6  
K. Forbes & R. Rigobon, " No Contagion , only.....,NBER, WP.No. 7267 ( - ٣٣  
July 1999), opcit , p7.

BIS , " 68 th Annual Report", April 1997, June 1998 Basle 1998, opcit , pp. - ٣٤  
108-109.

Taimas Baig & IIAN Goldfain " Financial market contagion in the Asian Cri- ٣٥  
sis," IMF Staff papers , vol 46 no. 2, June 1999. Kristin Forbes & R. Rigobon, " No  
Contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements" National  
Bureau of Economic Research, working paper No 7267, July 1999.

T. Baig & II. Goldfain , opcit , P. 171 - ٣٦

T. Baig & II. Goldfain , opcit , P. 179 - ٣٧

T. Baig & II Goldfain , opcit p. 179 - ٣٨

Dummy Variable - ٣٩

Residual factor - ٤٠

٤١ - هي أستراليا وبلجيكا وكندا وفرنسا وألمانيا وهولندا وإيطاليا وأسبانيا والسويد وسويسرا وإنجلترا  
والولايات المتحدة .

٤٢ - لمعرفة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصات الدول محل الدراسة انظر K . Forbes & R.  
Rigobon , " No contagion, only interdependence....., opcit , Table I P, 17.

Forbes & Rigoban , No Contagion ....., opcit pp 20-21 - ٤٣

Forbes & Rigabon , opcit , pp 29.34 - ٤٤

٤٥ - لمتابعة وجهة النظر في هذا الموضوع انظر :

Forbes & Rigabon , opcit , pp 11-24.

Forbes & Rigbon , opcit p. 22. - ٤٦

٤٧ - اعتمدنا في هذا الجزء على دراسة أعدتها الدائرة الاقتصادية بالبنك الصناعي بالكويت .

Russia's Financial and Economic Turmoil, September 1998.

Casper W. Winberger, Who lost Russia ? Forbes Global Business & Finance, - ٤٨  
October 5 ,1998, P. 17

Long Term Capital Management - ٤٩

لاستعراض قصة هذا الصندوق وآليات عمله وكيفية انهياره وبرنامج إنقاذه

انظر: Franklin R. Edwards, " Hedg Funds and The collapse of Long term capital  
management," The Journal of Economic Perspectives, vol. 13, No2, spring 1999, P  
189.

٥٠ - لمزيد من التفاصيل عن الأزمة البرازيلية انظر:

IBK, Economic Department, " The Brazilian Predicament" July 1999.

**الملحق الإحصائي**  
**للفصل السابع**  
**جدول رقم (1)**  
**معدلات النمو السنوية (%)**  
**للمتغيرات الكلية في دول الأزمة**  
**(1996 - 1997)**

المتغير	السنة	1996	1997	1998
الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي				
إندونيسيا		%7.8	%4.7	(%13.5-)
كوريا		%6.8	%4.96	(%5.8-)
ماليزيا		%8.6	%7.7	غ م
الفلبين		%5.8	%5.2	(%0.4-)
تايلاند		%5.5	(%0.4-)	(%10.2-)
الاستهلاك النهائي الخاص (الحقيقي)*				
إندونيسيا		%9.9	%9.3	%8.6
كوريا		%7.9	%4.5	(%8.7-)
ماليزيا		%5.8	%5.4	غ م
الفلبين		%3.7	%4.2	%2.5
تايلاند		%7.3	(%5.1-)	(%14.5-)
الاستثمار الثابت الإجمالي الحقيقي*				
إندونيسيا		%6.1	%13.2	(%63.3-)
كوريا		%8.2	(%1.3-)	(%20.0-)
ماليزيا		%9.6	غ م	غ م
الفلبين		%10.2	%16	(%14.4-)
تايلاند		%3.1	(%25.4-)	(%24.7-)
الصادرات السلعية (فوب)**				
إندونيسيا		%5.7	%12.2	(%10.5-)
كوريا		%4.3	%6.7	***(%3.6-)
ماليزيا		%7.1	%1.3	(غ م)
الفلبين		%17.7	%22.8	%16.9
تايلاند		(%1.9-)	%4.1	(%6.9-)

الواردات السلعية (فوب)**			
(%30.9-)	%4.5	%8.1	إندونيسيا
***(%38.1-)	(%2.2-)	%12.2	كوريا
غ م	%1.3	%1.6	ماليزيا
(%18.8-)	%14.0	%20.8	الفلبين
(%33.7-)	(13.8-)	%0.8	تايلاند

المصدر : كافة البيانات تم الحصول عليها من  
IMF, "International Financial Statistics", September 1999.

- \* بيانات الاستهلاك النهائي الخاص والاستثمار الإجمالي الثابت بالأسعار الجارية وقد تم تكميشها باستخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك لكل دولة على حدة عام 1995 = 100 في حالة الاستهلاك الخاص والرقم القياسي لأسعار الجملة لكل دولة على حدة عام 1995 = 100 في حالة الاستثمار الثابت الإجمالي . وبيانات الأرقام القياسية تم الحصول عليها من I.F.S. صندوق النقد الدولي سبتمبر 1999 .
- \*\* طبقاً لمفهوم ميزان المدفوعات .
- \*\*\* الأرباع الثلاثة الأولى من عام 1998 مقارنة بالأرباع الثلاثة الأولى من عام 1997 .

## الملحق الإحصائي

### للفصل السابع

#### جدول رقم (2)

القيمة السوقية لأسهم الشركات  
المدرجة في أسواق الأسهم لدول  
الأزمة المالية الآسيوية  
(بليون دولار أمريكي)

نسبة التغير %	ديسمبر 1997	يونيو 1997	الدولة السنة
72 - %	43	153	كوريا
67 - %	34	106	إندونيسيا
46 - %	24	62	تايلاند
51 - %	36	74	الفلبين
65 - %	93	268	ماليزيا

المصدر : ABN - Amro Bank, "Economic Perspectives", February 1998, P. 32.

جدول رقم (3)  
الملحق الإحصائي  
الفصل السابع  
أداء بعض صناديق الاستثمار في روسيا  
( بليون دولار أمريكي )

اسم الصندوق	صافي قيمة الأصول 31 ديسمبر 1997	صافي قيمة الأصول 9 سبتمبر 1998	التغير في صافي قيمة الأصول	التغير %	تركيبة الصندوق
بلير تيجر (ريجنٹ)	33.93	7.4	26.53-	78.19-	58% أسهم ، 34% سندات بالروبل 8% نقد
فرست إن إني إس (إريجنٹ)	20.79	9.34	11.45-	55.07-	37% أسهم، 29% أسهم غير منرجسة، 16% سندات حكومية
فليمنج روسيا	25.20	4.34	20.66-	81.98-	100% أسهم
فرالينجون رشا	12.51	9.01	3.5-	27.97-	30% أسهم، 10% نقد
صندوق نيورشا (إريجنٹ)	11.95	2.81	9.14-	76.48-	84% أسهم ، 7% ائونات حكومية 7% 2% نقد
زور تيجر (ريجنٹ)	42.97	9.31	33.66-	78.33-	65% أسهم، 35% سندات بالروبل
أنيو فايرد أسفيس (ريجنٹ)	17.24	4.70	12.54-	72.73-	97% أسهم، 3% نقد
تيمفون رشا	30.79	7.57	23.22-	75.22-	67% أسهم ، 17% نقد
وايت تيجر (ريجنٹ)	27.42	7.09	20.33-	74.14-	63% أسهم، 29% سندات بالروبل، 8% نقد

المصدر : سياتلن إكسچينج ، منشورة في

Russia Market Investor, Volume One, Issue Three, September 1998, P.5.

## الفصل الثامن

### قضايا مهمة أثارته الأزمة

#### وبعض الدروس المستفادة

نتعرض في هذا الفصل إلى بعض القضايا المهمة التي طرحتها الأزمة الآسيوية والتي قد يشور الجدل بشأنها ، أو قد تتطلب حلولاً غير تلك المتعارف عليها تقليدياً ، هذا بجانب أنه في هذا الفصل الأخير سوف نحاول أن نستخلص بعض الدروس المستفادة من هذه التجربة الفريدة في نوعها وأبعادها ، وهي دروس بلا شك مفيدة للدول النامية ولأسواقها الناشئة في المستقبل . ولنبدأ بالقضايا المهمة التي أثارها الأزمة .

#### (أ) سعر الصرف والإنتاج :

حدث في أعقاب تدهور سعر صرف العملة الوطنية في عدد من الدول الآسيوية تراخ شديد في الطلب المحلي الإجمالي وتراجع في حركة النشاط الاقتصادي المحلي . كما صاحب التخفيض الحقيقي لسعر الصرف - الناجم عن الانخفاض الحاد في سعر الصرف الاسمي - في دول الأزمة الأربعة (كوريا ، ماليزيا ، إندونيسيا ، الفلبين) تراجع في تقديرات الناتج المحلي الإجمالي لعام ١٩٩٨ وهي السنة التالية لسنة اندلاع الأزمة عام ١٩٩٧ . وتشير بعض الدراسات والبحوث حول طبيعة العلاقة بين تراجع سعر الصرف الحقيقي وإيقاع حركة النشاط الاقتصادي ، إلى أن تخفيض سعر الصرف قد يتولد عنه آثار انكماشية على مستوى الإنتاج ، وإن كان البعض يرى أن هذه الآثار الانكماشية قاصرة فقط على المدة القصيرة<sup>(١)</sup> .

ولا يختلف أحد على أن العلاقة بين تغير سعر الصرف وتغير مستوى الإنتاج هي علاقة معقدة ومركبة ومن الصعب الإلمام والإحاطة بخيوطها جميعا . إذ ترى النظرية التقليدية أن انخفاض سعر الصرف سوف يؤدي إلى زيادة مستويات الناتج . فتخفيض سعر الصرف سوف يدفع النشاط في كل من صناعات التصدير والصناعات المنافسة للواردات (أو التي تحل محل الواردات) . ويرجع ذلك إلى ارتفاع المقدرة التنافسية للصناعات التصديرية في السوق الدولي وبالتالي زيادة الطلب على منتجاتها ، كما تزداد المقدرة التنافسية لصناعات إحلال الواردات في السوق المحلي . وإذا كانت التجارة الدولية تلعب دورا مهماً في اقتصاديات الدول الآسيوية ، فإنه من المتوقع أن يترتب على تراجع سعر صرف عملاتها الوطنية استجابة النشاط الاقتصادي في هذه البلاد استجابة موجبة وسريعة . فإذا حدث غير ذلك تماما ، بمعنى أنه لم يترتب على تدهور سعر الصرف دفع حركة الإنتاج في الصناعات التصديرية ، وإذا تغير اتجاه حركة رؤوس الأموال فجأة ، فإن تصحيح الاختلال في الميزان الخارجي لا يمكن أن يتم إلا عن طريق تقلص الواردات . ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا عن طريق انخفاض الطلب المحلي انخفاضاً حاداً في البداية يسمح بهذا الانخفاض في الواردات . وتشير بعض الدراسات إلى أن الكثيرين توقعوا انكماش النشاط الاقتصادي في الدول الآسيوية في بداية الأزمة<sup>(٢)</sup>.

ويحتاج الأمر منا هنا إلى تقديم تفسير سليم لهذه الاستجابة الضعيفة للصادرات ، ومن ثم إنتاج الصناعات التصديرية ، وذلك على الرغم من الزيادة الكبيرة التي تحققت في المقدرة التنافسية للصادرات في السوق الدولي نتيجة لانخفاض سعر الصرف انخفاضاً حاداً . ويرجع ذلك إلى أسباب تتعلق بهيكل التجارة الدولية لهذه الدول ، كما يعود إلى بعض جوانب الضعف المالي في هذه الاقتصاديات . فإذا نظرنا إلى الصادرات الرئيسية لهذه الدول بجانب صادراتها إلى اليابان نجدتها تحتل ما يقرب من ربع صادرات هذه الدول (إندونيسيا ، ماليزيا ، كوريا ، تايلاند) . ويعني ذلك ببساطة أن صادرات هذه الدول كانت تتنافس في أسواق ضعيفة ، متراخية ، ومتقلصة . فقد انهار الطلب المحلي في بلدان الأزمة انهياراً حاداً ، هذا بجانب معاناة اليابان منذ العام ١٩٩١ من انكماش عميق غير مسبوق في تاريخها . وتشير البيانات إلى أن الواردات اليابانية قد انخفضت بمعدل سنوي نسبته ٦٪ خلال الربع الأخير من عام ١٩٩٧ ، في حين كان

الانخفاض في حالة كوريا يفوق ذلك بكثير . أضف إلى ما سبق اعتماد الصناعات التصديرية في بعض الدول الآسيوية على السلع الوسيطة المستوردة من دول أخرى في آسيا . وهكذا ترتب على ضعف كل من الواردات والصادرات تغذية بعضها البعض .

وتجدر الإشارة إلى اختلاف التجربة المكسيكية في هذا المضمار ، ففي أعقاب تراجع سعر صرف البيزو المكسيكي في أواخر عام ١٩٩٤ وأوائل عام ١٩٩٥ تصاعدت الصادرات المكسيكية ، ذلك أن السوق الأمريكية التي تستوعب ما يقرب من ٨٥٪ من صادرات المكسيك كانت تعيش حالة انتعاش كبير في ذلك الوقت . وينطبق هذا النمط على الصادرات الفلبينية - وهي الاستثناء الوحيد من دول الأزمة الخمس - إذ يتجه أغلبها إلى السوق الأمريكية ، ولذا استمرت في التوسع والانتعاش خاصة في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ .

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه من الأمور المهمة التي تعوق زيادة الإنتاج - نتيجة لانخفاض سعر الصرف - ما يمثل صعوبة اتخاذ قرارات الإنتاج في ظل بيئة عدم اليقين . ويرجع عدم اليقين إلى صعوبة تحديد المستوى الذي سوف يستقر عنده سعر الصرف في ظل حالة انفلتات سعر الصرف الاسمي وتغير معدلات التضخم وتقلبها . وكما نعلم فإن سعر الصرف هو الذي يحدد في النهاية أسعار الواردات من مستلزمات الإنتاج ، ومن هنا ففي ظل عدم إمكانية تحديد المستوى الذي سوف يستقر عنده سعر الصرف ، فإنه من الصعب على المنتجين الارتباط بالتزامات يترتب عليها تحديد مستويات الإنتاج في المدى الطويل (٣) . ولا شك في أن الوضع النسبي المهم الذي استطاعت بعض الدول الآسيوية تحقيقه في السوق الدولي من خلال التوسع الكبير في الطاقة الإنتاجية لبعض الصناعات قد أدى إلى تعقيد عملية الانتعاش والخروج من دائرة التراخي والانكماش . ذلك أنه في مثل تلك الصناعات فإن زيادة الإنتاج وبالتالي العرض لا بد وأن تأتي مصحوبة بتنازلات سعرية ، وهو أمر من شأنه زيادة سرعة تدهور معدلات التبادل التجاري المرتبطة بتخفيض سعر الصرف .

ولقد لعبت جوانب الضعف المالي لوحدها قطاع الأعمال المالي وغير المالي دورا مهما في انخفاض مستويات النشاط الإنتاجي على الرغم من انخفاض سعر الصرف في دول الأزمة الآسيوية . فارتفع نسبة المديونية لحقوق المساهمين (كوريا ، وماليزيا) ، أو زيادة

الالتزامات الخارجية المقومة بالعملات الأجنبية وتدهور أسعار الأصول (إندونيسيا وتايلاند) قد أدت إلى انهيار مفاجئ في عمليات الاقتراض والإنفاق نظرا للمصعوبات التي واجهتها وحدات قطاع الأعمال نتيجة لتصاعد أعباء خدمة التزاماتها المالية الناجمة عن انهيار أسعار الأصول ، وتدهور سعر الصرف ، وارتفاع أسعار الفائدة . وقد ساعد على زيادة حدة تقلص الطلب المحلي اتجاه البنوك المحلية نحو تقييد ائتمانها كلما ترتب على زيادة نسبة الديون غير المنتظمة انخفاض معامل القاعدة الرأسمالية . كما لعبت حالة شح الائتمان دورا مهما في تقييد وعرقلة التوسع في الإنتاج في القطاعات السلعية . حيث قامت البنوك بتقييد ائتمانها الممنوح لوحدات قطاع الأعمال خوفا من زيادة نسبة الأصول غير المنتظمة في محافظها وبالتالي تآكل قاعدتها الرأسمالية .

#### (ب) سعر الصرف والأسعار :

القضية المطروحة هنا تتعلق بالمدى الذي يتحول به تخفيض سعر الصرف إلى زيادة في معدلات التضخم السنوية . ويبدو أننا فيما يتعلق بهذه القضية أمام أنماط مختلفة من تحول تخفيض أسعار الصرف إلى معدلات للتضخم . وبتتبع الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين يبدو أن معدلات التضخم قد تسارعت في الأشهر الأولى من عام ١٩٩٨ ، إلا أنه على الرغم من ذلك فإن معدلات التضخم التي تحققت تبدو معقولة ومقبولة خاصة في ضوء الانهيار الحاد لأسعار صرف عملات دول الأزمة الآسيوية . وتتسم الدول الآسيوية بانفتاحها على العامل الخارجي ومن ثم استعدادها لتلقي الصدمات والمؤثرات الخارجية ، ومع ذلك فإن المعدل الذي يتم به تحويل انخفاض سعر الصرف أو الذي يتم به ترجمة انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم يبدو معقولا للغاية حيث يتراوح هذا المعدل بين ٢٠٪ إلى ٢٥٪<sup>(٤)</sup> في كل من إندونيسيا وتايلاند وينخفض عن ذلك في كل من كوريا الجنوبية وماليزيا . هذه المعدلات المتواضعة لتحول انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم تبدو متشابهة مع معدل التحويل في كل من السويد وإيطاليا والمملكة المتحدة وأسبانيا في أعقاب أزمة نظام سعر الصرف الأوروبي عام ١٩٩٢ ، ولكنه يختلف تماما عن معدل التحويل السائد في حالة جمهورية التشيك في مايو عام ١٩٩٧ حيث بلغ هذا المعدل ١٠٠٪ ، كما يختلف عن معدل التحويل الذي

ساد في المكسيك في أثناء أزمة عام ١٩٩٥ والبالغ ٤٠٪ . وتخضع العلاقة بين تخفيض سعر الصرف ومعدلات التضخم إلى قيود عديدة في الدول الآسيوية ومنها ببطبيعة الحال دول الأزمة .

ويرجع هذا الانخفاض في معدل تحويل انخفاض سعر الصرف إلى معدلات للتضخم في دول الأزمة الآسيوية إلى عدد من العوامل نذكر منها أولا : التقلص الحاد في الطلب المحلي وهو ما سبقت الإشارة إليه ، إذ لعب هذا العامل دورا مهما في تخفيف استجابة الأسعار للانهيار الحاد في أسعار الصرف ، ثانيا : وجود طاقة عاطلة في العديد من الصناعات والأنشطة جعل من تحقيق الانتعاش وزيادة الإنتاج أمرا ممكنا دون ارتفاع كبير في الأسعار ، ثالثا : عملية تصحيح أسعار العقار في أثناء الأزمة وبعدها كان شأنه التأثير في هذا الصدد تأثيرا بالغا ، رابعا : وجود عداء تقليدي للتضخم في دول آسيا نظرا لشيوع العديد من جيوب الفقر وغياب مظلات الضمان الاجتماعي ، وهو عداء يدفع بالسلطات في هذه الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات لتخفيف تأثير التضخم على أوضاع محدودي الدخل مثل تعديلات عقد الأجر ليأخذ في اعتباره الارتفاع في نفقات المعيشة<sup>(٥)</sup>.

وكان من نتيجة الأزمة اتخاذ عدد من الإجراءات بهدف تصحيح أوضاع سوق العمل ، وقد ساعدت هذه التصحيحات في سوق العمل على زيادة إمكانية استيعاب جزء مهم من المعدل الذي يتحول بموجبه الانخفاض في سعر الصرف إلى ارتفاع في معدلات التضخم . وفي هذا المضمار اتخذت إجراءات عديدة وسريعة بهدف ضمان مرونة سوق العمل وتلاؤمه مع الأوضاع الجديدة . إذ تم تخفيض الأجور النقدية وتوقف صرف منح نهاية العام في تلك القطاعات التي أصيبت أكثر من غيرها من جراء الأزمة . وفي بعض البلاد تم تجميد تنفيذ برنامج الحد الأدنى من الأجور . ومن الأمور التي تسترعي الانتباه في هذه الأزمة التفرقة بين سلوك كل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لأسعار الجملة ، فالأول يعكس أسعار السلع النهائية في حين يشير الثاني إلى تكلفة السلع التي تمثل مستلزمات الإنتاج الوسيطة . ولقد ترجم الرقم القياسي لأسعار الجملة بشكل كامل - على خلاف الرقم القياسي لأسعار المستهلك - تخفيض أسعار الصرف في الدول الآسيوية<sup>(٦)</sup>.

## (جـ) الرقابة على حساب رأس المال :

في أعقاب الانهيار المالي في آسيا وحتى قبل ذلك حينما حدثت الأزمة المالية المكسيكية طفا على السطح موضوع الرقابة على حساب رأس المال (لميزان المدفوعات) أو الرقابة على حركات رءوس الأموال . وفي هذا الصدد فإن نموذج شيلي في الرقابة على رءوس الأموال ونجاحها في تقييد تدفق رءوس الأموال قصيرة الأجل يشار دائما إليه بالبنان . ونظرا للدور المهم الذي لعبته تدفقات رءوس الأموال الأجنبية الضخمة إلى دول الأزمة الآسيوية في سنوات التسعينيات الأولى بعد تحرير حساب رأس مالها ، في تفجير الأزمة خاصة عندما غيرت هذه الأموال وبشكل مفاجئ اتجاهها من الحركة نحو الداخل إلى الحركة نحو الخارج ، فقد طرح موضوع فرض رقابة على حركة رءوس الأموال بمعنى أن تكون هذه الرقابة واقية أي تحول دون حدوث الأزمات الناشئة عن التقلبات العنيفة في رءوس الأموال قصيرة المدى واتجاه تدفقها . وفي أعقاب الانهيار المالي الآسيوي أو بمعنى أصح بعد انهيار سعر الصرف وفي الشهور الأولى للأزمة طرح على بساط البحث موضوع تحرير حساب رأس المال بوصفه السبب المباشر لانفجار الأزمة وبالتالي فإن الرقابة على حساب رأس المال سوف تكون إجراء علاجيا يحول دون تفاقم الأزمة وانتشار المرض .

أما الإجراءات الوقائية فيرتبط بعضها بالمناقشات التي دارت منذ فترة حول هذا الموضوع ، وهو موضوع تحرير حساب رأس المال ، وسارت المناقشات فيه في مسارين اثنين ، الأول كان يرى أن أسواق السلع لابد من حمايتها وعزلها عن تقلبات وانفعالات الأسواق المالية (أسواق رأس المال) ، ذلك أنه كلما زاد نصيب وتحركات رءوس الأموال قصيرة المدى أدى ذلك إلى تأثير أسواق السلع باضطرابات أسواق المال ، و حيث إن اضطرابات أسواق المال لا تعكس أو لا ترتبط بتحركات المتغيرات الأساسية الكلية فإن إلقاء بعض حبات الرمال في العجالات في شكل ضريبة على الصرف الأجنبي قد يكون هو العلاج الواقعي ، حيث يؤدي إلى امتداد آجال الاستحقاق ونقل الاهتمام من المضاربة إلى النشاط الإنتاجي ، وقد عرفت هذه الضريبة باسم مقترحها وهو جيمس توبن (ضريبة توبن) ، أما المسار الثاني للمناقشة في هذا الموضوع فقد اتجه تركيزه إلى السؤال حول : بمن نبدأ ؟ هل نبدأ بتحرير رأس المال في ميزان المدفوعات ؟ أم نبدأ بتحرير

الحساب الجاري لميزان المدفوعات ؟ وجاءت الإجابة واضحة وهي أن نبدأ بحساب رأس المال ؟ من يأتي أولاً حرية التجارة أم حرية انتقال رؤوس الأموال ؟ وهو في رأي البعض سؤال عقيم لأن كليهما ينطوي على سياسات إعادة هيكلة ، فتحريم التجارة ينطوي على إعادة هيكلة قطاعات إنتاج السلع والخدمات ، وتحرير حساب رأس المال ينطوي على إعادة هيكلة القطاع المالي ، وبما أن أية حماية أو قيود من شأنها أن تؤدي بالضرورة إلى فقد وضباع في استخدام الموارد ، فإن ذلك يعني ضرورة تحرير الحسابين في أسرع وقت ممكن . إلا أن اهتمامنا لا ينصب في الأساس على موضوع الإجراءات السواقية ، إذ سوف نشير عند الحديث عن الدروس المستفادة من الأزمة إلى أن سرعة تحرير حساب رأس المال تنطوي على مخاطر عديدة لابد من أخذها في الاعتبار .

ما يهمننا هو الإجراءات العلاجية ، وهي أيضا محل نقاش وحوار في الوقت الحالي . فالفرض هنا هو أن الأزمة قد انفجرت أي حدثت بالفعل ، ومن ثم يرى البعض أنه لمنع تعمقها واستفحالها لابد من إدخال الرقابة على حساب رأس المال ، أي على انتقال رؤوس الأموال ، وبالتالي فالرقابة على حركة رؤوس الأموال هنا هي رقابة لاحقة لحدوث الأزمة وليست رقابة واقية ، بمعنى آخر هي رقابة ذات طابع علاجي يهدف وقف استفحال الأزمة ، وفي هذا الصدد يرى البعض أن الإجراء السليم إنما يتمثل في وقف قابلية حساب رأس المال للتحويل . ويترتب على ذلك أن رؤوس الأموال التي تم حبسها في الداخل أو التي بقيت داخل المصيدة لا تستطيع الخروج ، ولا تستطيع أن تدفع سعر الصرف إلى أسفل ، وبالتالي لا تستطيع تضخيم الأزمة ، وبالتالي تصبح هذه الأموال جزءا من الحل بدلا من أن تكون سببا في استفحال الأزمة . ويرى المعارضون لهذه السياسة أنه في بعض الأحيان قد يكون من المفيد إدخال بعض إجراءات الرقابة على حساب رأس المال ، إذ قد يترتب على ذلك تحديد ومحاصرة الأضرار الحالية ، ولكن ذلك ينطوي على نظرة سطحية للأمور ، حيث قد يتسبب عن هذا الإجراء انتقال عدوى الأزمة إلى الدول الأخرى دون أن يكون ذلك مقصودا . فالخوف من احتمال انتشار الأزمة قد يدفع المستثمرين إلى اتخاذ خطوة وقائية في كل مكان وذلك عن طريق سحب أموالهم والخروج بها بدلا من انتظار وصول أنباء سيئة ، وهو ما يترتب عليه نتائج خطيرة وسلبية . ولذا يرى أصحاب هذا الرأي أن الأفضل هو نظام رقابة وقائية على حساب رأس المال يكون من شأنه وضع حدود تدفق رأس المال ، أو على الأقل تنظيم

هيكّل آجال استحقاق هذا التدفق . ومن هذا المنظور فإن الاستشارات المباشرة لها الأولوية الأولى ، تليها السندات طويلة المدى ، مع تقييد الاقتراض قصير الأجل ، فإذا أمكن تحقيق ذلك فإنه من الصعوبة بمكان حدوث طوفان خروج رؤوس الأموال ، وإذا حدث بأي حال من الأحوال فإن سعر الصرف المتغير يصبح آلية مهمة لتحقيق الاستقرار .

وقد ثار موضوع الرقابة على حساب رأس المال بحدّة بعد انفجار الأزمة الآسيوية وفي أيامها الأولى ، وكانت الرؤية السائدة في ذلك الوقت أن استمرار خروج رأس المال من دول الأزمة الآسيوية سوف يحول دون إمكانية إنعاش الطلب المحلي عن طريق زيادة الإنفاق وتخفيض سعر الفائدة وبالتالي استرداد هذه الاقتصاديات لعافيتها ووضعها على طريق النمو مرة أخرى . من أجل هذا تصاعدت صيحات ضرورة إدخال إجراءات محددة لغرض تقييد ومنع خروج رأس المال إلى أن تعود الثقة مرة أخرى . وقد طرحت هذه القضية بشكل حاد في ماليزيا وطرحتها بصورة خاصة رئيس مجلس وزرائها محاضر محمد ، والمشكلة أن الموضوع قد طرح من جانب رئيس الوزراء في ظل خطاب إعلامي عالي النبرة يوجه الاتهامات إلى المضاربين العالميين والمؤسسات العالمية . . إلخ ، وبالتالي تم تسييس الموضوع بدلا من أن يكون محلا لحوار موضوعي ، ذلك أن المطلوب والمطروح كان هو فرض نوع من حظر التجول على رأس المال ولفترة محدودة كجزء من استراتيجية الانتعاش الاقتصادي ، وذلك في شكل قيود مؤقتة على قدرة المستثمرين في إخراج أموالهم من دول الأزمة . وتعالّت أيضا نبرات الأصوات المعارضة لهذه السياسة ، على أساس أن الرقابة على حساب رأس المال في الحدود السابقة سوف تؤدي إلى كارثة في شكل انهيار اقتصادي ، وتضخم جامح ، واتساع نطاق السوق السوداء .

إلا أن الخبرة الماليزية تشير وبشكل لا يدع مجالا للشك إلى نجاح التجربة في فرض قيود على حركة رؤوس الأموال نجاحا تاما ، ولم تتحقق أي من نبوءة المعارضين لهذه السياسة . ويمكن القول إن تطبيق هذه القيود أو أشكال الرقابة المختلفة كان انتقائيا وتم بعناية شديدة ، وصاحب تطبيقها إصلاحات اقتصادية مهمة مثل إعادة هيكلة وتقوية قواعد الجهاز المصرفي ، ومع حلول صيف ١٩٩٩ ألغيت القيود على خروج الأموال ومع ذلك لم تخرج رؤوس الأموال ، وتشير البيانات المتاحة إلى أن ماليزيا على

طريق الانتعاش الاقتصادي واسترداد عافيتها الاقتصادية بخطى ثابتة ، وقد أدى ذلك بالبعض إلى محاولة التعميم بضرورة فرض القيود على حساب رأس المال خلال الأزمة المالية .

وحقيقة الأمر أن هذا التعميم يحتاج إلى بعض التحفظ ، ذلك أننا أمام تجربة أخرى ناجحة دون أن تصاحبها رقابة أو قيود ما على حساب رأس المال ، ألا وهي التجربة الكورية . فلا يختلف اثنان على أن انتعاش الاقتصاد الكوري قد حدث بسرعة فائقة لم يكن أحد يتوقعها ، وذلك على الرغم من عدم فرض أية قيود على حركات رموس الأموال ، وإن كانت كوريا قد انفردت دون غيرها بإعادة جدولة قروضها في الأشهر الأولى لأزمته في نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ ، ويمكن القول أيضا وبدرجة عالية من الدقة إن تايلاند على طريق الانتعاش والنمو السريع مرة أخرى ، دون وجود قيود على حساب رأس المال . ومن ناحية أخرى يمكن القول إن التجربة الماليزية قد أثبتت أنه في الإمكان فرض قيود على حساب رأس المال في أثناء الأزمة المالية ، ذلك أن الرأي السائد قبل التجربة الماليزية وقبل الأزمة الآسيوية هو أن الأزمة المالية إنما تتعمق بفعل منطق دائري يدفعه الهلع والذعر المالي ، وأن أقل ما يمكن القيام به هو إعادة جدولة القروض المصرفية واتخاذ بعض الإجراءات والانتظار إلى أن تعود الثقة مرة أخرى . أما البديل الآخر وهو القيود المؤقتة على خروج أو هروب رموس الأموال ، حتى يمكن التقاط الأنفاس ، فكان في عداد المستحيلات .

#### (د) نظام الإنذار المبكر :

ثار الاهتمام - في أعقاب انفجار الأزمة المالية الآسيوية في ٢ يوليو عام ١٩٩٧ حينما انهار سعر صرف البات التايلاندي - من جديد في موضوع أسباب ومظاهر وسمات أزمات أسعار الصرف ، وما إذا كان في الإمكان الكشف عن هذه السمات مبكرا بحيث يمكن اتخاذ عدد من الإجراءات والسياسات الوقائية للحيلولة دون وقوع الأزمة أو التخفيف من حدتها . وإذا كان من الصعب ، بل يكاد يكون من المستحيل ، التنبؤ بميعاد وقوع الأزمة المالية (أزمة سعر الصرف) ، فإن ذلك لا يمنع من محاولة بناء نظام للإنذار المبكر أو جهاز للإنذار المبكر يستطيع عن طريق تتبع حركة وسلوك عدد من

المتغيرات المنتقاة إرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث الأزمة خلال فترة زمنية مستقبلية ، بمعنى أن هذه الإشارات الصادرة من النظام المبكر تشير إلى احتمال دخول دولة ما أو اقتصاد ما في طريق الأزمة المالية . ولا شك أن مثل هذا النظام للإنذار المبكر والإشارات التي يصدرها محل ترحيب كبير من جانب المستثمرين ، وصانعي السياسة والاقتصاد ، ورجال البحث العلمي .

وهناك أنواع عديدة من الدراسات في هذا الصدد انتهجت مناهج مختلفة ، هذه الدراسات هي ذات طبيعة تطبيقية حيث حاولت دراسة عدد كبير من الأزمات المالية (أزمة سعر الصرف) في حوالي ٥١ دولة خلال الفترة من ١٩٥٠-١٩٩٥ . وقد تم اختيار المؤشرات في هذه الدراسات بالاستناد إلى النظريات المختلفة التي طرحت في هذا الصدد سواء تلك النظريات التي تستند إلى حركة المؤشرات الكلية الأساسية ، أو تلك التي تستند إلى توقعات المستثمرين ورد فعل أو استجابة السياسات لهذه التوقعات مما يؤدي في النهاية إلى ما يمكن تسميته بأزمة تحقق ذاتها . وقد بلغ عدد هذه المؤشرات ١٠٥ مؤشر تم تصنيفها إلى ست مجموعات مثل : (١) القطاع الخارجي (٢) القطاع المالي (٣) القطاع الحقيقي (٤) المالية العامة . . إلخ . أما مؤشرات كل قطاع أو مجموعة فتتنقسم إلى مجموعات أو قطاعات فرعية ، فالقطاع الخارجي ينقسم إلى حساب رأس المال ، وهيكل المديونية الخارجية ، والحساب الجاري ، وقد قسمت كل مجموعة فرعية إلى عدد من المؤشرات ، فحساب رأس المال ينطوي على المؤشرات التالية : الاحتياطيات الدولية ، تدفقات رءوس الأموال ، تدفقات رءوس الأموال قصيرة الأجل ، الاستثمار الأجنبي المباشر ، فروق أسعار الفائدة المحلية عن الدولية . أما الحساب الجاري فيشمل سعر الصرف الحقيقي ، الميزان الجاري ، الميزان التجاري ، الصادرات ، الواردات ، معدلات التبادل ، أسعار الصادرات . . إلخ .

وفي هذا الصدد ولتوضيح ما هو المقصود بنظام الإنذار المبكر فقد اعتمدنا على دراستين من الدراسات العديدة السابقة<sup>(٧)</sup> ، الأولى دراسة تمت قبل حدوث الأزمة الآسيوية (١٩٩٦) ، وهي دراسة حاولت تحليل ٧٦ أزمة مالية من عينة من الدول بلغت ١٥ دولة نامية و ٥ دول متقدمة وذلك خلال الفترة من ١٩٧٠ وحتى ١٩٩٥ ، والثانية دراسة تمت بعد الأزمة الآسيوية واستندت إلى مؤشرات ونتائج ومنهجية الدراسة

الأولى لاستخراج المؤشرات التي سوف تستند إليها وهي تلك المؤشرات التي أثبتت معنوية عالية في الدراسات السابقة ، هذه المؤشرات هي : ( ١ ) سعر الصرف الحقيقي (٢) أزمة مصرفية (٣) الصادرات (٤) أسعار الأسهم (٥) المفهوم الواسع للنقد (M2) مقسوما على الاحتياطيات الدولية ؛ (٦) الإنتاج (٧) الاحتياطيات الدولية (٨) مضاعف النقد ( M2 ؛ (٩) الائتمان المحلي مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (١٠) سعر الفائدة الحقيقي (١١) معدل التبادل الدولي (١٢) الفرق بين أسعار الفائدة الحقيقية (١٣) الواردات (١٤) ودائع البنوك (١٥) فائدة الإقراض مقسومة على فائدة الإيداع .

أما عن تعريف الأزمة فإن الدراسة السابقة تتبع تطور حركة هذه المتغيرات فإذا انحرف أحد هذه المتغيرات عن مستواه الطبيعي بحيث تحطت قيمته حدا فاصلا فإن ذلك يعني صدور إشارة إنذار بإمكانية حدوث الأزمة في خلال فترة معينة اتفق على أن تكون ٢٤ شهرا . وحتى يمكن أن يأخذ هذا التعريف معنى عمليا يمكن استخدامه ، فقد تم بناء رقم قياسي لتعريف الأزمة . وفي هذا الصدد عرفت الأزمة بكونها أية ضغوط يترتب عليها تخفيض سعر صرف العملة الوطنية تخفيضا حادا ، أو انخفاضا كبيرا في الاحتياطي الدولي أو الاثنين معا . وبالتالي تم بناء رقم قياسي لضغوط سوق الصرف ، ويتكون هذا الرقم القياسي من متوسط مرجح لكل من متوسط نسبة التغيرات الشهرية في سعر الصرف (العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي) ونسبة التغيرات الشهرية في الاحتياطيات الدولية (بالدولار الأمريكي) ، ويزداد الرقم القياسي كلما انخفض سعر الصرف وكلما انخفض الاحتياطي الدولي . والفترة التي يزيد فيها الرقم القياسي عن المتوسط بحوالي ثلاثة انحرافات معيارية اتفق على أن ينظر إليها بوصفها فترة أزمة .

وقد تم تتبع سلوك هذه المتغيرات في الفترات السابقة عن الأزمة وقورنت بسلوكها في فترات الهدوء أو قورنت بسلوك هذه المتغيرات في عدد من الدول لم تتعرض لأية أزمات إطلاقا . وقد تم تحديد تلك المتغيرات التي لها سلوك محدد وواضح يمكن الارتكاز إليه كمؤشر على احتمالات حدوث الأزمة في المستقبل .

أما عن الفترة التي ينتظر أن يستطيع فيها المؤشر التنبؤ باحتمال الأزمة فقد اتفق على كونها الأربع والعشرين شهرا السابقة على الأزمة . ومن المتوقع من كل مؤشر أن يصدر

إشارات محددة ، فإن أعقب صدور هذه الإشارات حدوث الأزمة كانت هذه الإشارات تمثل إنذارا صحيحا باحتمالات الأزمة ، وإن لم يعقب صدور الإشارات حدوث أزمة ، فإنها لا تعدو أن تكون مجرد ضوضاء أو شوشرة أو إنذار زائف . ويعتبر المؤشر قد أصدر إشارة أو إنذارا إذا انحرف بقيمته عن قيمة معينة تمثل حدا فاصلا لسلوك هذا المؤشر، هذه الحدود الفاصلة لقيم المؤشرات التي إذا تخطتها قيمة المؤشر يكون بذلك قد أصدر إشارة بالإنذار المبكر «قد تم اختيارها في كل مؤشر بحيث توازن بين مخاطر الحصول على إشارات زائفة (يمكن أن تحدث إذا صدرت المؤشرات لمجرد توافر احتمالات ولو بسيطة جدا لحدوث الأزمة) و مخاطر عدم التعرف على أزمات عديدة (وهو ما يمكن أن يحدث إذا صدر المؤشر حينما تكون الأزمة قد بدأت)» ، وبناء على هذا التعريف للحد الفاصل لقيمة كل مؤشر تم اختيار منهجية قياس هذه القيمة لكل مؤشر. ونتائج هذه الدراسات مازالت نتائج أولية ولكنها نتائج جيدة إذا وضعناها في إطارها السليم وهو استحالة التنبؤ أو تحديد ميعاد انفجار الأزمة ، وأن هذه المؤشرات هي إشارات ضوئية حمراء لصانع السياسة أو للمستثمر بأن هناك خطرا قادما ، ولكن لا يصح الذهاب بهذه النتائج إلى أبعد من ذلك خاصة أن هذه الدراسات مازالت في مراحلها الأولية .

#### ( هـ ) صناديق التغطية الاستثمارية :

الاصطلاح الإنجليزي لصناديق التغطية هو «Hedge Funds» ، والترجمة الحرفية لهذا المصطلح هي «صناديق التوقي» الاستثمارية أو «صناديق التحوط» الاستثمارية . وهذه الترجمة الحرفية تثير خلطا كبيرا لدى القارئ وكذلك الأمر لقراء اللغة الإنجليزية . وحقيقة الأمر أن هذه تسمية على غير مسمى ، فهذه الصناديق لا تمت بأية صلة لعملية التوقي أو التحوط<sup>(٨)</sup> . فمحفظة التحوط عبارة عن أصل مالي أو مجموعة من الأصول المالية من شأنها أن تحمي المستثمر من المخاطر المحتملة من أصول مالية أخرى ، وعقد التحوط أو التوقي هو عقد مالي يهدف به المستثمر إلى تأمين أو توقي المخاطر المحتمل وقوعها من عقد مالي آخر. أما صناديق التغطية الاستثمارية التي سميت خطأ بكونها صناديق التحوط الاستثمارية فإن نشاطها الأساسي هو المضاربة ، ودخولها الأساسية من المضاربة وأحيانا المراهنة . ولقد لعبت صناديق التغطية

الاستثمارية (H.F.) دورا في أزمة نظام الصرف الأوربي عام ١٩٩٢ ، وجاءت الإشارة إليها عام ١٩٩٤ في أثناء أزمة سوق السندات العالمي . ولقد أثير موضوع صناديق التغطية أو صناديق التحوط الاستثمارية مرة أخرى وبشكل مكثف في أثناء الأزمة المالية الآسيوية ، على أساس الدور الذي لعبته هذه الصناديق في انفجار الأزمة وفي تعميق حداثها . ولا يختلف أحد على أن صناديق التغطية الاستثمارية قد لعبت دورا مهما في تحريك أزمة سوق الأوراق المالية في هونج كونج في أكتوبر عام ١٩٩٧ . وكانت صناديق الاستثمار وخاصة صناديق التغطية الاستثمارية محل هجوم من رئيس وزراء ماليزيا في أثناء الأزمة وفي أيامها الأولى . وهكذا كلما اضطرب السوق المالي الدولي وتعالَت معدلات سخونته وتذبذباته نظرت الحكومات وصانعو السياسة الاقتصادية إلى صناديق التغطية الاستثمارية بعين الريبة . وبعد أن انفجرت الأزمة المالية الروسية في أغسطس عام ١٩٩٨ تركزت الأنظار حول هذه الصناديق نتيجة لاختلال أوضاع بعضها نظرا لارتفاع نسبة مديونياتها مما كان يهدد السوق المالي الدولي تهديدا كبيرا في حالة ما إذا انهار أحد هذه الصناديق ولعل قصة صندوق التغطية المعروف باسم لونج تيرم كابيتال منجمنت (Long Term Capital Management (LTCM)، وتدخل بنك الاحتياط الفيدرالي لتكوين حزمة إنقاذ لهذا الصندوق ما زالت عالقة في الأذهان ليومنا هذا . ولعل ذلك هو ما يدفعنا إلى إشارة بسيطة إلى هذه الصناديق وطبيعتها ، وإلى قصة انهيار صندوق (LTCM).

أطلق اصطلاح صناديق التحوط أو التوقي الاستثمارية أول ما أطلق عام ١٩٦٦ في مجلة فورتشن الأمريكية ( Fortune Magazine ) وذلك في وصف أول صندوق من هذا النوع نشأ عام ١٩٤٩ بواسطة ألفر ونسلي جونز عالم الاجتماع الأمريكي<sup>(٩)</sup> والأستاذ بجامعة كولومبيا ، ولقد حاول جونز الجمع بين أداتين من أدوات الاستثمار ألا وهي البيع المكشوف والاعتماد على التمويل من الخارج (سواء بالاقتراض أو باستخدام المشتقات المالية) ، أما البيع المكشوف أو اتخاذ مركز بيع مكشوف (مدين) فيتمثل في اقتراض ورقة مالية ما وبيعها مقدما على أساس توقع إمكانية إعادة شرائها بسعر منخفض في السوق وذلك سواء قبل أو حين حلول ميعاد سدادها ، أما المديونية فهي استخدام أموال مقترضة في عمليات الاستثمار ، وكل أداة منهما تنطوي على مخاطر عديدة . وقد حاول جونز أن يوضح أنه يمكن التوليف بين هاتين الأداتين لتخفيف

حجم المخاطر في السوق<sup>(١٠)</sup> . وكانت وجهة نظر جونز في ذلك الوقت ترى وجود مصدرين أساسيين من المخاطر، المصدر الأول يتمثل في المخاطر الناجمة عن اختيار أسهم معينة ، أما المصدر الثاني للمخاطر فيتمثل في انخفاض أو تدهور السوق بصورة عامة . وحتى يواجه مخاطر السوق فقد لجأ إلى الاقتراض لتعظيم عائداته الناجمة عن اختياراته الخاصة بالأسهم ، فقد اتخذ مركزا دائنا (مشتريا) لتلك الأسهم التي رأى أنها أقل من قيمتها ، في حين اتخذ مركزا مدينا (بائعا) لتلك الأسهم التي اعتبر أنها أعلى من قيمتها . وهكذا نظر البعض إلى الصندوق (صندوق الاستثمار) على أنه قد أصبح متحوطا إذا كانت محفظته الاستثمارية قد وزعت بين تلك الأسهم التي سوف تجني ثمارا إذا ارتفع السوق والمركز المدين (البيع المكشوف) الذي سوف يستفيد إذا انخفض السوق (انخفضت الأسعار) . ومن هنا جاءت التسمية صناديق التحوط أو التوقي . إلا أن هذا التحوط يختلف عما نعينه نحن من تحوط ألا وهو موازنة احتمالات الخسارة من عملية أو عقد معين من خلال عملية أو عقد آخر ، إذ لا تعدو أن تكون مضاربة حول أداء بعض الأوراق المالية بالنسبة لأداء بعض الأوراق المالية الأخرى .

وإذا كان صندوق التغطية الاستثمارية يمكن من الناحية التنظيمية أن يأخذ شكل الشركة ذات المسؤولية المحدودة ، إلا أن الشكل الغالب والسائد لهذا النوع من الصناديق هو شركة التوصية البسيطة (وهي شركة تنشأ بين شريك أو أكثر متضامنين وبين شريك أو أكثر موصين) ، وتنشأ هذه الشركة بهدف استثمار أموال الشركاء . ولا شك أن الإصرار على هذا الشكل القانوني لصندوق التغطية الاستثمارية هو قصرها على الأثرياء والمستثمرين المتميزين القادرين على تقييم المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات . وتنشأ صناديق التغطية الاستثمارية في أغلب الأحيان باعتبارها مؤسسات غير مقيمة لاعتبارات تتعلق بالضرائب والإجراءات والقيود المختلفة الخاصة بالشركات المقيمة . وفي أغلب الأحيان لا تخضع صناديق التغطية الاستثمارية لتنظيم تشريعي معين أو محدد ، فهي معفاة من عدد من مواد قانون شركات الاستثمار لعام ١٩٤٠ إذا توافرت شروط في عدد شركائها أو مستثمريها أو سياتهم . كما أنها معفاة من الإجراءات والنصوص التشريعية الخاصة بقانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ لأن أوراقها المالية يتم عرضها وتداولها تداولاً خاصاً . ويمكن لصندوق التغطية الاستثماري أن يحتوي على مائة شريك أو مائة مستثمر طالما توافر لكل منهم صفة «المشتري المؤهل» ، وهو

المستثمر الذي يستثمر ما لا يقل عن ٥ مليون دولار أو يدير استثمارات لا تقل عن ٥ مليون دولار .

وصناديق التغطية الاستثمارية بوصفها آلية مهمة للمضاربة الاستثمارية ، سواء للمستثمرين ذوي الثراء المرتفع أو للمؤسسات الاستثمارية تتمتع بحرية كبيرة للغاية في حيازة أو تداول أية أداة مالية ترغب فيها ، ولها أن تتبنى أي استراتيجية للتداول أو للاستثمار حسبما ترى ذلك مناسباً . وحقيقة الأمر أن الحرية الحقيقية التي تتمتع بها صناديق التغطية الاستثمارية مقارنة بالشركات الاستثمارية الخاضعة لتنظيمات تشريعية مختلفة مثل الصناديق المشتركة وغيرها إنما تتمثل في غياب أية قيود عليها سواء في مجال الاقتراض وبالتالي المديونية أو البيع المكشوف ، كما أنها حرة في أن تتعامل بأي أداة من أدوات المشتقات المالية . وتفرض صناديق التغطية قيوداً عديدة على مستثمريها في سحب أموالهم ، كما تفرض تلك الصناديق رسوماً مرتفعة للغاية مقارنة بالصناديق الأخرى ، ولا يرجع الفرق إلى رسوم الإدارة أو تكاليف السمسرة والتداول التي تواجهها كافة الصناديق ، ولكن يرجع الفرق إلى مكافأة مدير الصندوق أو مديري الصندوق التي تتمثل بجانب مرتبه في نسبة حوافز تصل من ١٥٪ إلى ٢٥٪ من صافي الأرباح الجديدة (حينما يزيد العائد عن عائد معين يتم الاتفاق عليه) ، كما أن المدير الذي يحقق خسارة عليه تعويض هذه الخسارة قبل الحصول على الحافز .

وقد حققت صناديق التغطية الاستثمارية نمواً كبيراً خلال السنوات ١٩٦٦-١٩٦٨ في ظل ارتفاع سوق الأسهم ، وتشير البيانات المتاحة في تلك الفترة إلى أنه في عام ١٩٦٨ بلغ عدد الصناديق التي تأخذ شكل التوصية البسيطة ٢١٥ صندوقاً استثمارياً منها حوالي ١٤٠ صندوقاً يمكن تصنيفها باعتبارها صندوقاً للتغطية الاستثمارية ، ولقد أدى تدهور السوق في عام ١٩٦٨ إلى خروج عدد كبير من هذه الصناديق من حلبة النشاط . وقد عادت صناديق التغطية الاستثمارية للازدهار مرة أخرى خلال الثمانينيات في ظل موجة التحرير المالي وفك قيود الإجراءات والتشريعات المنظمة لأسواق المال . وأصبحت صناديق التغطية الاستثمارية هي النموذج أو هي «المودة» ابتداءً من عام ١٩٨٦ حيث امتلأت الصحف المالية في ذلك العام بالكتابة حول النتائج الباهرة التي حققها كل من صندوق تيجر Tiger Fund وصندوق جاكوار Jaguar Fund.

ويشير العديد من المصادر والدراسات إلى أن صناديق التغطية الاستثمارية تدير الآن ما يقرب من ٢٠٠ بليون دولار من رؤوس أموال العملاء ، وهو رقم يمكن أن يكون قد تضاعف في الفترة ما بين عام ١٩٩٧ ومنتصف عام ١٩٩٨ ، ويشير البعض إلى أن صناديق التغطية الاستثمارية يمكن أن يكون عددها تخطى ٣٠٠٠ صندوق ، مقارنة بعدد صناديق تقل عن ١٠٠٠ عام ١٩٩٢ . أما أموال العملاء التي تديرها والبالغة ٢٠٠ بليون دولار أمريكي فهي تأتي في المرتبة الثانية بعد الأموال التي تديرها الصناديق المشتركة والبالغة ترليون دولار أمريكي . وتشير مصادر أخرى متعلقة فقط بصناديق التغطية الاستثمارية الكبيرة إلى أن عدد هذه الصناديق بلغ ١٣٠٠ صندوق وذلك في نوفمبر عام ١٩٩٨ وهي تدير ثلثي أموال العملاء التي تديرها صناديق التغطية الاستثمارية ، ويبلغ متوسط حجم الصندوق طبقاً لهذه البيانات ٩٢ بليون دولار أمريكي . وخلال الفترة من عام ١٩٨٩ وحتى نهاية عام ١٩٩٦ تم تشكيل حوالي ١٣٠٨ صندوق تغطية استثماري جديد اختفى منها حوالي نسبة ٣٦,٧٪ وهي نسبة عالية للغاية . ويمكن القول إن هناك عاملين ساعدا على نمو وانتعاش حركة صناديق التغطية الاستثمارية ، الأول هو زيادة عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار في مثل هذه الصناديق ، بمعنى آخر زيادة عدد الأثرياء في العالم (الذين يمثلون ٨٠٪ من عملاء هذه الصناديق) ، فقد نما عدد هؤلاء في العقد الأخير من هذا القرن . فتشير التقديرات إلى أنه يوجد الآن في العالم حوالي ٦ ملايين مليونير يحوزون أصولاً قيمتها ١٧ ترليون دولار أمريكي . أما السبب الثاني فهو الأداء المتميز لصناديق التغطية الاستثمارية ، فهي لا تتميز فقط بارتفاع العائد السنوي على الأموال المستثمرة ولكن بعدم وجود ارتباط بين معدل العائد في هذه الصناديق ومعدل العائد على الأسهم أو السندات ، وقد بلغ متوسط العائد السنوي لصناديق التغطية الاستثمارية خلال الفترة من عام ١٩٨٩ وحتى عام ١٩٩٨ ما بين ٢,١٤٪ و ٣,١٨٪ ، وهو عائد مرتفع إذا وضعنا في الاعتبار حجم الخسارة التي تحققت عام ١٩٩٨ بعد الأزمة الروسية .

ماذا عن الصندوق المعروف باسم لونج تيرم كابيتال منجمنت (LTCM) صاحب القصة الشهيرة - والذي كاد يترتب على انهياره تصدع الأسواق المالية العالمية مما اضطر بنك الاحتياط الفيدرالي إلى التدخل - فقد تأسس عام ١٩٩٤ برأس مال قدره ٣ و ١ بليون دولار أمريكي منها ما يزيد على ١٠٠ مليون دولار أمريكي هي مساهمة الشركاء

ويتطلب الصندوق حداً أدنى من الاستثمار يبلغ ١٠ ملايين دولار أمريكي مع اشتراط عدم سحب الأموال قبل مرور ثلاث سنوات . وتتمثل أتعاب الصندوق أو مصاريفه في نسبة ٢٪ على إجمالي الأصول بجانب ٢٥٪ من الأرباح الجديدة . وبلغ متوسط العائد على الاستثمار في الصندوق ٩, ١٩٪ عام ١٩٩٤ و ٨, ٤٢٪ عام ١٩٩٥ و ٨, ٤٠٪ عام ١٩٩٦ ، في حين انخفض العائد إلى ١, ١٧٪ عام ١٩٩٧ . وقد قفزت حقوق المساهمين حتى وصلت عام ١٩٩٧ إلى ٧ بلايين دولار أمريكي . وقد أعاد الصندوق إلى مستثمريه ما يقرب من ٧, ٢ بليون دولار أمريكي على أساس ضيق فرص الاستثمار المتاحة بحيث تبقى من حقوق المساهمين حوالي ٨, ٤٪ بليون دولار أمريكي في بداية عام ١٩٩٨ (١١) .

ويقوم صندوق (LTCM) بعدد من الأنشطة منها ما جرى العرف على تسميته «التحكيم المحايد في السوق» أو «تحكيم السوق المحايد» ، حيث يأخذ مركزاً دائماً (مشترياً) في السندات التي تبدو أو التي يعتبرها أقل من قيمتها الحقيقية ، في حين يأخذ مركزاً مديناً مكشوفاً (بائعاً) في تلك السندات التي يرى أنها أعلى من قيمتها . وبشكل أدق يمكن القول إن الصندوق كان يشتري (أو يدخل في عقود مشتقات مالية من شأنها تكرار الشراء) تلك السندات ذات العائد المرتفع ، منخفضة السيولة ، مثل السندات التي تصدرها الاقتصادات الناشئة أو سندات - الخردة التي تصدرها الشركات الأمريكية غير الواردة في قائمة التمايز أو الامتياز لبوت الجدارة الائتمانية العالمية ، ويقوم الصندوق بالبيع المكشوف - المدين (أو يدخل في عقود مشتقات مالية من شأنها تكرار عمليات البيع) في تلك السندات ذات العائد المنخفض ، مرتفعة السيولة ، مثل سندات الحكومة الأمريكية . وكانت رؤية إدارة الصندوق وقناعتها أن الفروق بين أسعار الفائدة على السندات عالية المخاطر والأخرى ذات المخاطر المنخفضة (أي بين الفائدة على السندات منخفضة السيولة والأخرى عالية السيولة) (١٢) في نهاية عام ١٩٩٧ وبداية عام ١٩٩٨ نتيجة لانحياز أسواق دول آسيا كانت كبيرة أكثر من اللازم ، فقد وصل هذا الفرق بين سندات الخزينة الأمريكية وسندات الدول النامية أو سندات بعض الشركات الأمريكية حوالي ٤٪ ، كذلك كانت ترى إدارة الصندوق - وهذا هو الأهم - أن هذا الفرق بين أسعار الفوائد سوف يتجه نحو الضيق حيناً يبدأ المستثمرون في إعادة تقييم المخاطر ، هذه الرؤية هي التي حكمت سياستها الاستثمارية

والمضاربة ، أي أن الصندوق راهن على أن الفجوة بين أسعار الفوائد على النوعين من السندات سوف تضيق .

ويترتب على ما سبق أن الصندوق سوف يحقق أرباحاً طائلة إذا حدث أن ضاقت الفجوة بين أسعار الفوائد نتيجة لحجم الأموال المستثمرة التي حصل عليها من خلال الاقتراض . ذلك أن صندوق (LTCM) خلافاً للعديد من الصناديق الأخرى ترتفع نسبة مديونيته ارتفاعاً شديداً . فبينما بلغت حقوق المساهمين ٨ , ٤ بليون دولار أمريكي في بداية عام ١٩٩٨ وصل حجم اقتراض الصندوق من البنوك وبيوت الأوراق المالية حوالي ١٥٠ بليون دولار أمريكي ، أي أن نسبة المديونية قد بلغت ١٠ : ٢٠ ، وهي نسبة عالية بكافة المقاييس والمعايير . وتشير بعض الدراسات إلى أن حوالي ثلث صناديق التغطية لا تقتصر نهائياً ، أما الصناديق التي تلجأ للاقتراض فحوالي ٥٤٪ منها لا يتعدى اقتراضه حجم رأس مال الشركاء ، أما الصناديق التي ترتفع حجم مديونياتها فإنها في أسوأ الأحوال لا تتعدى نسبة المديونية فيها ١٠ : ١٠ .

ولا شك أن حجم الأرباح والخسائر التي سوف يحققها صندوق التغطية الاستثماري (LTCM) إذا تغيرت الفروق بين أسعار الفائدة هو من الضخامة بمكان نظراً للضخامة حجم عقود المشتقات المالية التي في حوزته . فعلى سبيل المثال دخل صندوق (LTCM) في نوع من عقود المقايضة هو عقود «مقايضة أسعار الفوائد» التي وافقت بموجبها على القيام بمدفوعات دورية (ربع سنوية أو نصف سنوية) إلى الطرف الآخر في العقد (أي الطرف الآخر في عقد المقايضة) في حالة ما إذا زادت أو اتسعت الفروق بين أسعار الفوائد على الأدوات المالية (كالسندات) المستندة إلى سعر الفائدة ليمور وأسعار الفائدة على السندات الحكومية ، وسوف تحصل على مدفوعات من الطرف الآخر في العقد إذا ضاقت الفروق بين أسعار الفائدة على السندات<sup>(١٣)</sup> سألقة الذكر . هذه المدفوعات الدورية التي تتم طبقاً لعقد المقايضة ، كما هو الحال في عقود المشتقات المالية الأخرى ، إنما تتوقف على قيمة عقد المقايضة ، أي حجم عقد المقايضة . فإذا شاء طرفا العقد أن تكون المدفوعات الدورية كبيرة في حالة أي تغير ولو صغير في فروق أسعار الفوائد فإن ذلك يتحقق عن طريق زيادة قيمة العقد أي زيادة حجم الأموال الداخلة في العقد ، كأن يوضع للعقد قيمة ١٠٠ مليون دولار أمريكي . ومن السمات

المميزة لعقود مقايضة أسعار الفوائد أنها لا تتطلب ضرورة حيازة أو دفع أية نقود في حالة بيع أو شراء أوراق مالية في السوق الفوري . وهكذا بلغت قيمة عقود المشتقات المالية لصندوق الاستثمار (LTCM) ما يربو على ترليون دولار أمريكي في أوائل عام ١٩٩٨ ، منها ٦٩٧ بليون دولار أمريكي في عقود المقايضة و ٤٧١ بليون دولار أمريكي في عقود مستقبلية في مجال تداول النقد الأجنبي . ونتيجة كل ما سبق من ترتيبات هي أن الصندوق سوف يحقق أرباحا طائلة إذا ما ضاقت الفجوة بين أسعار الفوائد وسوف يحقق خسارة - قد تذهب برأسماله - إذا اتسعت الفروق بين أسعار الفوائد . ولعل ميزة عقود المقايضة هي أنه إذا تحركت فروق أسعار الفائدة في صالحك فلنك تستطيع تحقيق أرباح طائلة دون أي التزام بدفع نقدي على الإطلاق ، بمعنى أن قدرتك على تمويل عقود المقايضة لا نهائية ، أما إذا تحركت فروق أسعار الفائدة في غير صالحك فإن معنى ذلك خسارة ضخمة جدا ، ولكن عليك تقديم ضمانات كبيرة في هذه الحالة .

دعنا نسوق مثالا آخر يوضح ترتيبات صندوق التغطية الاستثمارية (LTCM) التي سبق شرحها . افترض أن سعر الفائدة على بعض سندات الدول النامية الناشئة وذات أجل استحقاق مدته ٥ سنوات تزيد بنسبة ٣٪ عن سعر الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية نتيجة لارتفاع مخاطرها . لقد كانت قناعة الصندوق أن هذا الفرق حتى لو اتسع عن مستوى نسبة ٣٪ فإنه سوف يتجه نحو الانخفاض مرة أخرى . هذا كان رهان الصندوق ، ولتعظيم العائد من هذا الرهان فقد استخدم الصندوق عقود المشتقات المالية (عقود المقايضة) لتعظيم حجم عملياته وبالتالي تعظيم العائد من هذا الرهان .

ولكن في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية انتشر الخوف من إمكان انتقال الأزمة إلى بلدان أخرى غير بلدان الأزمة الآسيوية ، وهكذا بدأت بيوت الأوراق المالية والبنوك وصناديق الاستثمار التخلص مما في حوزتها من سندات عالية المخاطر قليلة السيولة ، بحيث يمكن القول إن سوق هذا النوع من السندات كاد أن يختفي حيث غاب المشترون وارتفعت أسعار الفائدة على هذا النوع من السندات ارتفاعا رهيبا . وجاءت الطامة الكبرى حين قامت روسيا بتخفيض سعر صرف الروبل في ١٧ أغسطس عام ١٩٩٨ ، وأعلنت عن توقف دفع الالتزامات الخاصة بالدين العام . وخوفا من تداعيات الموقف حدث ما يمكن تسميته «بالنزوح إلى الأمان» وبدأت شركات وصناديق الاستثمار والبنوك

وبيوت الأوراق المالية التخلص مما في حوزتها من سندات عالية المخاطر منخفضة السيولة متجهة نحو السندات عالية السيولة منخفضة المخاطر ، وهكذا في ١٠ سبتمبر عام ١٩٩٨ وصل الفرق بين أسعار الفائدة على أوراق الدين للدول الناشئة (السندات) وما يمثّلها من سندات الخزينة الأمريكية إلى ما يزيد على ١٧٪ ، وذلك مقارنة بفرق نسبته ٦٪ في يوليو عام ١٩٩٨ ، وفرق نسبته ٣,٣٪ في أكتوبر عام ١٩٩٧ . كذلك ارتفعت أسعار الفائدة على السندات المصنفة بمرتبة B إلى ١١٪ في الولايات المتحدة ، وهي تمثل فرقا نسبته ٥,٧٪ عن سعر فوائده سندات الشركات الأمريكية ذات المرتبة الأولى ، مقارنة بفرق نسبته ٢٪ قبل الأحداث . هذا الاتساع في فروق أسعار الفوائد على هذين النوعين من الأدوات المالية (عالي المخاطر منخفض السيولة ومنخفض المخاطر عالي السيولة) خلق موجة عارمة من الهروب نحو المخاطر المنخفضة والسيولة المرتفعة وهو عكس ما توقعه صندوق (LTCM) ، وهكذا في منتصف سبتمبر عام ١٩٩٨ انخفضت حقوق المساهمين في الصندوق من ٦,٤٪ بليون دولار أمريكي إلى ٦٠٠ مليون دولار أمريكي ، أي خسارة قدرها ٤ بلايين دولار أمريكي . ونظرا لمديونية الصندوق العالية للبنوك وبيوت الأوراق المالية وخوفا من أن يؤثر إفلاسه على السوق المالي تأثيرا خطيرا ، فقد تدخل بنك الاحتياط الفيدرالي لتكوين حزمة إنقاذ قدرها ٦,٣ بليون دولار للحيلولة دون انهيار الصندوق وتبعات هذا الانهيار .

#### (و) شح الائتمان :

ثار موضوع شح الائتمان في مناسبات عديدة ولو بطريقة عابرة ولكنه طرح وبشدة في أثناء الأزمة الآسيوية ، كما طرح في الولايات المتحدة في بداية التسعينيات و في أعقاب الأزمة الروسية بحدة شديدة ، وقد أثار طرح هذا الموضوع ذعرا شديدا في الأسواق المالية ، اضطر معها بنك الاحتياط الفيدرالي إلى التدخل لإشاعة الاطمئنان والهدوء في الأسواق المالية .

ويمكن تعريف شح الائتمان «Credit Crunch» بأنه صعوبة حادة في الحصول على الائتمان ، بمعنى أن المقرضين ذوي الجدارة الائتمانية العالية قد جرى استبعادهم من السوق عن طريق زيادة تكلفة الاقتراض ، أو لم يستطيعوا الحصول على الائتمان عند أي مستوى من مستويات الأسعار<sup>(١٤)</sup> . ويمكن القول إن هناك نوعين من شح الائتمان .

(أ) شح الائتمان المصرفي : وذلك حينما يحيف عرض الائتمان الذي توفره البنوك .  
(ب) شح أسواق رأس المال : وذلك حينما تتوقف السوق الأولى لأدوات الدين الجديدة .

ولا شك في أن موضوع شح الائتمان كما طرح في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٨ كان ظاهرة متعلقة بسوق رأس المال ، ولم يكن ظاهرة مصرفية . فعلى الرغم من ارتفاع مخصصات القروض المقدمة إلى الاقتصاديات الناشئة ، وعلى الرغم من كبر حجم الخسارة في النشاط الاستثماري الذاتي لحساب البنوك ، وكذلك الخسارة المتولدة عن إقراض المارجن للمستثمرين ، فلا يوجد أي دليل على أن خطوط الائتمان الممنوحة لوححدات قطاع الأعمال الأمريكي قد تراجعت أو في طريقها نحو الانخفاض . إذ يختلف الهيكل التمويلي لوححدات قطاع الأعمال الأمريكي عن هيكل مثيلاتها في كل من أوروبا واليابان ، إذ تعتمد وحدات قطاع الأعمال الأمريكية على تمويلها عن طريق طرح أدوات الدين في أسواق رأس المال في حين يبدو اعتمادها قليلا على الائتمان المصرفي وذلك بعكس وحدات قطاع الأعمال الأوربية واليابانية .

وينمو شح الائتمان المصرفي ببطء شديد ويختفي ببطء شديد أيضا ، إذ سوف تتوقف أو تنخفض خطوط الائتمان عند حلول آجال استحقاق القروض ، وتعاد هذه الخطوط مرة أخرى حينما يستعيد البنك ربحيته . أما شح سوق رأس المال فسوف يتطور بسرعة حيث يصعب على المقرضين الحصول على الأموال اللازمة نظرا لتوقف الإصدارات الجديدة كلية . وسوف يعجز المدينون عن مد آجال قروضهم عند حلول آجال استحقاقها . وتهدف سياسة بنك الاحتياط الفيدرالي إلى إعادة افتتاح أو إعادة تنشيط أسواق رأس المال عن طريق زيادة عرض السيولة أي زيادة ضخ السيولة ، وسوف يتم تخفيض أسعار الفائدة بمعدلات سريعة نسبيا . وهذا ما فعله بنك الاحتياط الفيدرالي في الربع الأخير من عام ١٩٩٨ حيث قام بتخفيض أسعار الفائدة الأساسية ثلاث مرات في مدى زمني مدته شهران ، وبلغ التخفيض كل مرة ٢٥ نقطة أساسية .

ويمكن أن يشار هنا إلى ظاهرة شح الائتمان الذي ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ وحتى عام ١٩٩٢ ، حيث انخفض حجم

الائتمان الممنوح إلى المؤسسات غير المالية الأمريكية من متوسط سنوي قدره ٥٠٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٨٨ - ١٩٨٩ إلى متوسط سنوي قدره ٨٠ بليون دولار أمريكي عام ١٩٩١ . إلا أن هذا الشح كان شحا مصرفيا ولم يكن شحا نابعا من أسواق رأس المال ، حيث أصبح الإقراض المصرفي سالباً في عام ١٩٩١ ولم يتحول إلى الاتجاه الموجب إلا عام ١٩٩٤ . ولكن ظلت أسواق رأس المال مفتوحة ونشطة حيث قدمت خلال تلك الفترة إلى الشركات الأمريكية تدفقات نقدية جديدة ، وبالتالي يجب وصف الفترة الواقعة بين عام ١٩٩٠ و عام ١٩٩٢ بأنها فترة شح ائتمان مصرفي .

أما الموقف الذي ساد عام ١٩٩٨ فيختلف تماماً عن أزمة ١٩٩٠-١٩٩٢ حيث ترتفع نسبة الاعتماد على تمويل كل من البنوك وأسواق رأس المال ، وبالتالي فإن الآثار الضارة الناجمة عن وقف كل منهما تبدو كبيرة للغاية . أما وجه الخلاف هذه المرة (١٩٩٨) فهو أن سوق أدوات الدين للشركات الأمريكية يكاد يكون قد توقف في سبتمبر عام ١٩٩٨ ، وفي ذات الوقت تصاعدت الضغوط على البنوك بشكل غير مباشر نظراً للخسارة الناجمة عن تدهور واضطراب الأسواق الناشئة في كل من آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية . وبالتالي كان هناك تهديد بأن يتزامن توقف أسواق رأس المال مع تصاعد الضغوط على البنوك مما قد يضطرها إلى تقييد ائتمانها الممنوح ، وهو ما يولد مخاطر احتمال دخول الاقتصاد الأمريكي في غياهب انكماش عميق . ولكن ردة الفعل السريعة لبنك الاحتياط الفيدرالي في التدخل كانت من الكفاءة بحيث ترتب عليها إعادة افتتاح وتنشيط سوق رأس المال والحيلولة دون أي احتمال لحدوث انهيار مالي ، وتؤكد الدلائل أن أي احتمال للتدهور في المستقبل يكون ناجماً عن المشكلات المتولدة في الأسواق الأجنبية فسوف تواجهه بسياسة نقدية سهلة من جانب بنك الاحتياط الفيدرالي .

ونظراً لعدم تطور أسواق رأس المال في اقتصاديات آسيا الناشئة خاصة دول الأزمة بالقدر الذي يسمح بالقول بوجود أسواق كفء لرأس المال في هذه الدول ، ونتيجة لاعتماد وحدات قطاع الأعمال في اقتصاديات آسيا الناشئة على التمويل من خلال الائتمان المصرفي ، فإن شح الائتمان الذي ساد نتيجة لانفجار الأزمة كان شحا مصرفياً ؛ إذ ترتب على انهيار أسواق الأصول وارتفاع أسعار الفائدة وتدهور سعر الصرف إخلال

العديد من وحدات قطاع الأعمال بالتزاماتها المالية تجاه البنوك مما أدى إلى زيادة حجم ونسبة الأصول المتعثرة في محافظ البنوك الائتمانية وهو ما يؤثر في ربحيتها ، وتآكل قاعدتها الرأسمالية يهدد تقييم بيوت ترتيب الجدارة الائتمانية العالمية لها ومنح خطوط الائتمان لها من البنوك العالمية . وهكذا أحجمت البنوك عن منح ائتمان جديد حتى للشركات ذات البيانات المالية السليمة نظرا لعدم قدرة هذه الشركات على سداد التزاماتها القديمة كلية ، ولم تكن هذه الشركات قادرة على الوفاء بالتزاماتها في ظل الأعباء الجديدة ما لم تحصل على ائتمان جديد يمكنها من تشغيل طاقاتها الإنتاجية وبالتالي زيادة تدفقاتها النقدية لتتمكن من الوفاء بالتزاماتها ، والغريب أن بعض الشركات التصديرية وقعت فريسة هذه الحلقة المفرغة .

#### ( ز ) الدروس المستفادة من الأزمة :

لا ينطوي هذا الجزء على بعض النصائح التقديرية من قبيل «اغسل يديك قبل الأكل وبعده» أو توصية بسياسة معينة ولكنه في واقع الحال لا يعدو أن يكون مجرد تعميمات بحقائق تمثل دروسا مستفادة من الأزمة . ويمكن تلخيص هذه الدروس المستفادة فيما يلي :

١ - يتسم عالم اليوم الذي تتكامل فيه أسواق المال العالمية وتسود العولمة النشاط المالي بالحركة السريعة لرءوس الأموال عبر الحدود وخاصة رءوس الأموال قصيرة الأجل ، وما يهمنا هنا هو أن هذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تغير من اتجاه حركتها بسرعة فائقة ، ويمثل هذا التغير في اتجاه حركة رءوس الأموال السبب الرئيسي في اندلاع الأزمة المالية . فرءوس الأموال التي اتجهت إلى الدول الآسيوية خلال الفترة من ١٩٩٠-١٩٩٦ غيرت من اتجاهها عام ١٩٩٧ وخاصة في النصف الثاني منه ، وبلغ حجم هذه الأموال التي غيرت اتجاهها حوالي ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي - لدول الأزمة الآسيوية مجتمعة - قبل انفجار الأزمة . ولو تصورنا أن ١٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية قد قرر الخروج والهروب من الولايات المتحدة فإن وقع هذا الخروج سوف يكون مدمرا على الاقتصاد الأمريكي ، فلتصور خروج ما مقداره ٦٩٩ بليون دولار أمريكي من الولايات

المتحدة في عام واحد حتى يمكن لنا أن نتصور حجم الأزمة التي يمكن أن تنجم عن ذلك .

٢ - كان التصور السائد - وهو تصور أيده العديد من الكتابات - أن الأزمة انفجرت في القطاع المالي وترتبط بالمؤشرات المالية وأن الاقتصاد الحقيقي سليم تماما وحركة مؤشراته لم يصيبها أي شيء ، وأن الأزمة سوف تظل محصورة داخل القطاع المالي ، أما القطاع الحقيقي فهو بخير . وقد ثبت زيف هذه الحجة وتلك الفرضية ، فالارتباط المتبادل بين النشاط المالي والنشاط الحقيقي ارتباط قوي كان من شأنه أن انتقلت الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي وبصورة سريعة وحاسمة وأدت إلى تراجع بل وتقلص شديد في النشاط الاقتصادي غير مسبوق . لقد كان تأثير الأزمة المالية على الثروة وحقوق الملكية عنيقا مما ترتب عليه إفلاس العديد من وحدات قطاع الأعمال في أيام قليلة ، وهو أمر كان له تأثيره أيضا على القطاع المصرفي . فالأزمة المالية أدى غبارها إلى التأثير على القطاع الحقيقي ، وتراجع القطاع الحقيقي أدى إلى تعميق الأزمة المالية من خلال تأثيره على القطاع المصرفي .

٣ - الفرضية الخاصة بأن الأزمة المالية الخاصة بأزمة سعر الصرف أو أزمة ميزان المدفوعات كما يرى البعض تسميتها لابد وأن تأتي مسبقة باختلال في التوازن المالي العام ، أي عجز المالية العامة ، أمر ثبت عدم صحته . فالقراءة الصحيحة للتاريخ المالي تشير إلى أن العديد من الدول التي انهار فيها سعر الصرف لم يكن فيها عجزا ماليا أصلا أو عجزا ماليا كبيرا ، مثل أزمة شيلى عام ١٩٨٢ وأزمة المكسيك عام ١٩٩٤ ، وأهم من هذا وذاك أن دول الأزمة الآسيوية كانت تتسم بغياب عجز المالية العامة وفي بعض الحالات كان هناك فائض في الموازنة العامة قبل الأزمة . العجز المالي (عجز المالية العامة) يعقد الموضوع ذلك أنه في حالة وجود عجز في المالية العامة فإن الحكومة سوف تكون مضطرة إما لزيادة الإصدار النقدي أو جذب رؤوس الأموال الأجنبية عن طريق رفع سعر الفائدة لإغلاق الفجوة في المالية العامة . وقد ثبت أن هذه الحلول ذات الطبيعة قصيرة المدى لن تفلح في المدى الطويل ، فإما أن تتآكل احتياطات النقد الأجنبي أو أن رفع سعر الفائدة سوف يؤدي إلى إبطاء حركة النشاط الاقتصادي وتراجعها مما يترتب عليه إفلاس العديد

من وحدات قطاع الأعمال . وإذا وقر في الضمير العام للمستثمرين أن هذه السياسة لن يكتب لها الاستمرار فإن ذلك سوف يدفع الأموال إلى التوجه نحو الخارج وهو ما يترتب عليه تعمق الأزمة .

٤ - انهيار الثقة لا يظهر تدريجيا ولكنه يحدث بشكل مفاجئ ، إذ لو كان انهيار الثقة تدريجيا ومتصاعدا لاستطعنا مواجهته وإيقاف نموه ، ولكن مشكلة انهيار الثقة هو طبيعتها الفجائية . هذه الطفرة الكيفية في الثقة (ثقة المستثمرين) لا تتبع من لا شيء أو تأتي من لا مكان ، إذ لابد وأن تكون نتاجا لتراكمات كمية سابقة دفعت إلى هذه الطفرة الكيفية حينها نضجت . والمهم أن نتساءل عن أهم المؤثرات المؤثرة في حركة ثقة المستثمرين ؟ ولقد اختلفت الآراء كثيرا في هذا الصدد ، ولكن يمكن القول وبدرجة عالية من الثقة أن هناك شبه إجماع على أن العامل الحاسم في تغير ثقة المستثمرين وفي تفجر ما يمكن تسميته بالهلع أو الذعر المالي إنما يتمثل في نسبة الالتزامات قصيرة المدى بالعملية الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملية الأجنبية ، وعلى الرغم من الإشارة إلى أسباب عديدة مثل الفساد وتدني مستوى المؤشرات الأساسية الأخرى ، فإننا ما زلنا على يقين أن هذا العامل أو المؤشر وهو نسبة الالتزامات قصيرة الأجل بالعملية الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملية الأجنبية هو العامل الحاسم . ويكفي للتأكيد على ذلك أن هناك دولا كثيرة يسودها الفساد ويتدنى فيها مستوى المؤشرات الأساسية ومع ذلك لم تحدث فيها الأزمة لسبب بسيط وهو أن نسبة الالتزامات قصيرة المدى بالعملية الأجنبية إلى الأصول قصيرة المدى بالعملية الأجنبية منخفضة للغاية ، ولم تحدث الأزمة في دولة تنخفض بها هذه النسبة على الإطلاق .

٥ - يترتب على ما سبق أن استخدام احتياطي الدولة الرسمي من النقد الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف (في ظل نظام سعر الصرف الثابت) في حالة تصاعد الضغوط عليه - نتيجة للقناعة بأنه سعر صرف مغالى فيه - أمر ينطوي على مخاطر كبيرة . إذ سوف يترتب على ذلك تآكل احتياطي النقد الأجنبي دون إمكانية الحفاظ على سعر الصرف الثابت ، وتآكل احتياطي النقد الأجنبي من ناحية أخرى يضعف من إمكانية الدفاع عن سعر الصرف ويدفع المستثمرين تحت تأثير الهلع المالي وغريزة

القطيع إلى التخلص من الأصول التي في حوزتهم والخروج سريعا ، وهو ما يؤدي إلى تزايد الضغوط على سعر الصرف . وبالتالي علينا أن نؤكد أن الدعر أو الهلع الذي يصيب المستثمرين سوف يكون هو الآخر سببا في تآكل الاحتياطي الرسمي من النقد الأجنبي ويجعل الاقتصاد أكثر ضعفا أمام ضغوط تخفيض سعر الصرف .

٦ - تؤكد تجربة الأزمة الآسيوية أن التحرير المالي السريع الذي بدأ تطبيقه في دول الأزمة في السنوات الأخيرة من الثمانينيات والسنوات الأولى من التسعينيات كان عاملا حاسما في التمهيد للأزمة وتحقق أسبابها . ولقد ترتب على التحرير المالي التوسع السريع للقطاع المالي وتوسع الإقراض الأجنبي ، ولا غضاضة البتة في تحرير التجارة وفي بعض أنظمة الاستثمار مثل إزاحة القيود على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر طويل المدى . ولكن المشكلة تنبع من الإسراع في تحرير حساب رأس المال بالكامل . إذ تشير التجربة الآسيوية إلى أن قدرة الحكومة على الرقابة وإدارة هذا التحرير المالي لم تنم بذات سرعة عملية التحرير المالي ذلك أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يتم على جرعات يفصلها عن بعض فجوة زمنية حتى يمكن استيعاب كل جرعة منها . ولابد عند كل جرعة من جرعات التحرير خلق أدوات الرقابة التي تضمن عدم انفلاتها . فتشير التجربة الآسيوية إلى أن تحرير حساب رأس المال قد تم دفعة واحدة ودون أن يتكون الإطار المؤسسي للرقابة . وتكمن المشكلة أساسا في التدفقات قصيرة المدى ، وتمثل هذه التدفقات في القروض المصرفية قصيرة الأجل وفي تدفقات رأس المال المالي أو التدفقات بغرض الاستثمار في المحافظ المالية . وتتسم التدفقات قصيرة المدى بعدم استقرارها وتقلباتها العنيفة من حين لآخر بما يشكل عبئا على أسواق المال الناشئة ، وبالتالي فإن إحكام الرقابة واستخدام الأدوات المناسبة لتقييد هذا النوع من التدفقات قصيرة المدى من الأمور الهامة . وتجدر الإشارة إلى تجربة شيلي في فرض ضرائب على تدفقات رأس المال قصيرة الأجل ، حيث اشترطت شيلي ضرورة إيداع جزء من الأموال الأجنبية في حساب لا يدر عائدا (فائدة) لمدة عام . ويقال إن سبب نجاح شيلي في تجنب الأزمة عند انفجار الاضطراب المالي في المكسيك هو هذه القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل .

٧- أن تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات سوف يؤدي إلى نتائج وخيمة إذا لم توجد قاعدة مصرفية قوية قادرة على الصمود في وجه هذه التدفقات الضخمة ، ومعنى الصمود هنا القدرة على الاستيعاب وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الكفاء والتحوط تجاهها وتهيئة الظروف لسدادها . ومن هنا فإن تحرير أسواق رأس المال يتطلب نظاما مصرفيا متقدما يستند إلى قاعدة رأسمالية قوية قادرة على تكوين خط الدفاع ضد مخاطر العمل المصرفي ، كما يتطلب هذا النظام المصرفي بنية فورية مناسبة من التشريعات والإجراءات والقواعد التي تحكم نشأة البنوك ونشاطها وإفلاسها وبناء الإطار المؤسسي لأجهزة الرقابة المصرفية القادرة على إحكام الرقابة على البنوك منعاً لانفلاتها سواء في الاقتراض من الخارج أو الإقراض في الداخل . فحماية الإقراض المحلي وتوسعه ومن ثم زيادة نسبة الأصول المتنوعة لدى البنوك كانت عاملاً حاسماً في الأزمة .

٨- أن الأزمة الآسيوية أظهرت بما لا يدع مجالاً للشك العيوب العميقة الكامنة في نظام سعر الصرف الثابت ، ومن هنا تأتي أهمية سياسة سعر الصرف في الاقتصاديات الناشئة ، ولا شك في أن سياسة أسعار الصرف في دول الأزمة الآسيوية قد أدت إلى تفاقم هذه الأزمة . ولقد ساعدت سياسة سعر الصرف الثابت على تآكل احتياطي النقد الأجنبي الرسمي ، فسعر الصرف الثابت أدى إلى زيادة كبيرة في ثقة المستثمرين بحيث أهملوا تماماً مخاطر سعر الصرف . أدى هذا النظام إلى أن يصبح سعر الصرف الحقيقي مغالى فيه مما ترتب عليه تراجع الصادرات وارتفاع ربحية السلع والخدمات غير الداخلة في نطاق التجارة الدولية وبالتالي اتجاه الاستثمارات نحوها . إذ يؤدي نظام سعر الصرف الثابت إلى ثبات أسعار السلع والخدمات الداخلة في نطاق التجارة الدولية وارتفاع ربحية السلع والخدمات غير الداخلة في نطاق التجارة الدولية نتيجة لزيادة الاستثمارات فيها (وترتب على ذلك زيادة سعر الصرف الحقيقي وهو نسبة أسعار الأولى إلى الثانية) . كذلك فإن سعر الصرف الثابت مهد الطريق للامنيار المالي نظراً لالتزام حكومات تلك الدول باستخدام الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية للدفاع عن سعر الصرف .

٩- الأزمة المالية تنطوي على نتائج وآثار اجتماعية بعيدة المدى تمس مستوى معيشة وحياة الفقراء وأصحاب الدخل المحدود ، فهؤلاء هم الذين دفعوا ثمن هذه الأزمة

المالية ، بجانب الطبقة الوسطى الجديدة التي نشأت مع انتعاش هذه الاقتصاديات . وللأسف أن هذا الموضوع رغم أهميته لم يحظ باهتمام الكتابات الفردية أو المؤسسية إلا في حدود ضئيلة ولا شك في أن هذا المجال في حاجة إلى بحث مستفيض خاصة فيما يتعلق بآثار الأزمة على توزيع الدخل ولكن الأهم هو تأثيرها على توزيع الثروة .

١٠ - الحذر الشديد في التعامل مع المؤسسات الدولية وفي استيعاب توصياتها . ذلك أن هذه التوصيات على درجة عالية من العمومية قد تتعارض في كثير من الأحيان مع الخصوصية الاقتصادية والاجتماعية السائدة في بلد ما بحيث يجب تعديلها أو تصحيحها بما يتلاءم وهذه الخصوصية . ولقد كانت دول الأزمة كما سبق أن أشرنا في هذا الكتاب هي الأطفال المدللة لهذه المؤسسات والنموذج الناجح للتنمية الذي يشار إليه بالبنان ، وكافة ما قامت به من سياسات كان تحت نظر هذه المؤسسات ، وبمجرد وقوعها في الأزمة وجدنا هذه المؤسسات تكيل النقد للسياسات المتبعة في هذه الدول وتحفظ على سرعتها في تحرير حساب رأس المال . . إلخ . والأغرب من ذلك ما ترتب على ما أوصت به من سياسات عند اندلاع الأزمة وفي مراحلها الأولى حيث أدى ذلك إلى تعمق الأزمة ، ولعل أهم مثلين في هذا الصدد هما التوصية برفع أسعار الفائدة والتوصية بإغلاق عدد من المصارف التي بلغت في بعض الأحيان كما هو الحال في إندونيسيا حوالي ١٦ مصرفاً وما ترتب على ذلك من آثار سلبية بعيدة المدى .

١١ - أثبتت تجربة الأزمة الآسيوية مدى مساس الحاجة إلى مؤسسة دولية تلعب دور «المقرض الأخير Lender of Last Resort» على المستوى الدولي ، وهو الدور الذي يطلع به البنك المركزي في الاقتصاد المحلي ، حيث تلجأ إليه البنوك كمقرض أخير وقادر على انتشالها من كبوتها أو أزمتها . ولو كان هناك مقرض أخير لما حدثت تلك التداعيات للأزمة الآسيوية . والبنك المركزي يقوم بدور المقرض الأخير في الاقتصاد المحلي لأنه المؤسسة التي تمتلك حق الإصدار النقدي . ولا يوجد على المستوى الدولي من يملك هذا الحق . وصندوق النقد الدولي لا يمكن له - بحكم موارده المتاحة وهيكله - أن يقوم بهذا الدور على المستوى الدولي .

والحساب الاستثنائي أو التسهيلات الاستثنائية التي تم إنشاؤها أخيرا في صندوق النقد الدولي لمعالجة الأزمات الطارئة - كرد فعل للأزمة الآسيوية - لا يكفي للقيام بهذا الدور . والبنك المركزي الأوروبي يمكن أن يلعب هذا الدور على مستوى دول الاتحاد الأوروبي ، ومن الممكن أن ينشأ بنك مركزي آسيوي ليطلع بهذا الدور ، إلا أن ذلك يتطلب أيضا عملة آسيوية موحدة ، وهو أمر ما زال بعيد التحقيق في الوقت الراهن . المهم أن قضية المقرض الأخير لا بد وأن تستحوذ على جزء من تفكيرنا ، فهي قضية مهمة أفرزتها الأزمة الآسيوية .

## هوامش الفصل الثامن

BIS, "6<sup>th</sup> Annual Report", April 1997 - June 1998, Basle June 8<sup>th</sup>, 1998. P. 44. - ١

Ibid, P. 45. - ٢

Ibid, P. 45. - ٣

Ibid, P. 46. - ٤

Ibid, P. 46. - ٥

Ibid, P. 47. - ٦

G. Kaminsky, S. Lizondo, Carmen M. Reinhart. "Leading Indicators of Currency - ٧  
Crisis", IMF staff papers, Vol. 45, No. 1, March 1998, PP 1-49, G. Kaminsky &  
C. Reinhart. "The Twin Crisis, The Causes of Banking and Balance of Payment  
Problems", Board of Governors of the Federal Reserve System. International  
Finance Discussion Papers, No. 544, March 1996. PP 1-28.

Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital - ٨  
Management", The Journal of Economic Perspectives, Spring 1999, P. 189.

Ibid, P. 189. - ٩

B. Eichengreen & D. Mathieson, "Hedge Funds, What Do We Really Know", - ١٠  
IMF Economic Issues No. 19, September 1999, [http://www.imf.org/external/  
pubs/ft/issues/issues19/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm), P. 4.

F. R. Edwards, Op cit, P. 197. - ١١

F. R. Edwards, Op cit, P. 198. - ١٢

انظر أيضا

B. Eichengreen & D. Mathelson, Op cit, P. 4.

F. R. Edwards, Op cit, P. 198. - ١٣

انظر أيضا

B. Eichengreen & D. Mathelson, Op cit, P. 10.

IBK, Economics Dept, "Tentative Attempt to Explain Issues Related to the Fi- ١٤  
nancial Crisis", December 1998.

رقم الإيداع ٢٠٠٠/١٥٢٥١

التسجيل الدولي 6 - 0664 - 09 - 977

مطابع الشروق

القاهرة: ٨ شارع سيدي بيه المصري - ت: ٤٠٢٣٣٩٩ - فاكس: ٤٠٣٧٥٦٧ (٠٢)

بيروت: ص.ب: ٨٠٦٤ - هاتف: ٣١٥٨٥٩ - ٨١٧٢١٣ - فاكس: ٨١٧٧٦٥ (٠١)